



MEFOP
Sviluppo Mercato Fondi Pensione



Forum per la Finanza Sostenibile

Quaderni

Allegato alla pubblicazione Mefop Newsletter n. 42
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 198 del 9/5/2000

Anno 2010 n. 17

UNA PENSIONE DI VALORE
Gli investimenti responsabili nel settore della
previdenza complementare in Italia





Q U A D E R N I

UNA PENSIONE DI VALORE
GLI INVESTIMENTI RESPONSABILI NEL SETTORE DELLA PREVIDENZA
COMPLEMENTARE IN ITALIA

*Allegato alla Newsletter Mefop n°41 - Autorizzazione del Tribunale
di Roma n° 198 del 09/05/2000*

Il presente Quaderno è stato realizzato con il contributo di:



UNIPOL
GRUPPO
FINANZIARIO



INDICE

PREMESSA	i
INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI E FONDI PENSIONE: OPPORTUNITÀ REALE O CHIMERA? <i>Elsa Fornero e Carolina Fugazza - Università di Torino e CeRP - CCA</i>	1
LO SCENARIO INTERNAZIONALE E IL «CASO ITALIA» <i>Davide Dal Maso - Forum per la Finanza Sostenibile</i>	19
GLI INVESTIMENTI ESG NEI FONDI PENSIONE ITALIANI <i>Stefania Luzi - Mefop</i>	49
INVESTIMENTI ETICI O SOCIALMENTE RESPONSABILI <i>Fabio Ortolani - Presidente Fondo Cometa</i>	63
ESPERIENZA DI PENSPLAN INVEST SGR S.P.A. NELLA GESTIONE DELLA LINEA AEQUITAS DEL FPA PENSPLAN PLURIFONDS <i>Michel Thomas e Armin Weissenegger - PensPlan Plurifonds</i>	67

PREMESSA

Nessuna ricetta, qualche proposta

Dal 2002, anno della prima pubblicazione congiunta Mefop-FFS sugli investimenti responsabili, ad oggi, è passato parecchio tempo. E sono successe molte cose importanti: l'introduzione dell'obbligo di trasparenza previsto dal decreto 252, l'adozione delle Linee Guida per la sua applicazione e, soprattutto, la realizzazione di un certo numero di esperienze concrete. Ci sembrava perciò utile fare il punto della situazione e fornire agli operatori della previdenza complementare un'occasione di riflessione su un argomento ancora per tanti aspetti poco conosciuto e praticato.

Non abbiamo voluto proporre un'apologia dell'investimento responsabile, dipingendolo come una panacea, né, viceversa, formulare una critica a priori. Il lettore troverà perciò, in questa raccolta di contributi, punti di vista diversi e dialettici l'uno rispetto all'altro. In ogni caso, gli autori hanno argomentato le proprie tesi con rigore scientifico e onestà intellettuale.

L'obiettivo della pubblicazione è quindi molto concreto. Anche quando vengono proposte delle letture politiche sulla funzione dell'investimento previdenziale e sul ruolo dei fondi pensione, è sempre stata privilegiata la prospettiva dell'implementazione pratica, ponendo problemi reali e suggerendo soluzioni praticabili, cercando sempre di evitare derive astrattamente ideologiche.

L'approfondimento sulla situazione italiana, attraverso l'indagine svolta presso gli operatori e i casi studio del Fondo Pensione Cometa e Pensplan Plurifonds, consente di cogliere le tendenze, le problematiche e le prospettive degli investimenti responsabili e di sostenibilità nella previdenza complementare. Lo sguardo all'Europa è un altro elemento caratterizzante, per non perdere mai di vista la frontiera dell'innovazione e l'esempio dei sistemi più avanzati. Proprio

il confronto con altri mercati offre lo spunto che può essere utilizzato come chiave di lettura del testo nel suo insieme: la pratica dell'investimento responsabile, comunque sia stata declinata, ha rappresentato, per chi l'ha realizzata, un'esperienza positiva, un modo efficace per tenere insieme obiettivi di natura finanziaria e sociale.

Come curatori della pubblicazione, ci sentiamo di svolgere due considerazioni, che forse sarebbe eccessivo definire conclusioni: la prima è che ha poco senso porre la questione dell'opportunità di un approccio responsabile all'investimento in termini meramente idiosincratici: la responsabilità o il rendimento. In realtà, le due dimensioni possono convivere – anzi, nei casi meglio riusciti, si rafforzano vicendevolmente. La seconda è che non c'è una ricetta che vada bene per tutti e funzioni sempre. Ogni organizzazione deve trovare la propria strada, magari guardando a come fanno altri, ma anche sperimentando soluzioni nuove.

Certamente, e questa sì è una conclusione, per trovare la propria strada occorre cercare – quindi discutere, approfondire, in qualche caso osare, andando al di là dei temi noti e delle pratiche consolidate. Perché una cosa è certa: qualsiasi attività umana, compresa quella della gestione finanziaria, comporta delle conseguenze sull'ambiente e sulla società. Queste conseguenze si verificano *ipso facto*. Il punto è, quindi, se di queste responsabilità ci si vuol far carico o meno. Per il primo caso, abbiamo cercato di proporre qualche strumento per cominciare ad affrontare il problema.

INVESTIMENTI SOCIALMENTE RESPONSABILI E FONDI PENSIONE:
OPPORTUNITÀ REALE O CHIMERA?

Elsa Fornero e Carolina Fugazza - Università di Torino e CeRP - CCA

1. La crisi finanziaria come fattore di crescita degli investimenti socialmente responsabili?

Dopo una lunga fase di *irrational exuberance* (Shiller, 2000) dei mercati finanziari e immobiliari, il crollo originato dalla crisi sembra spingere il mondo finanziario alla ricerca di valori più tradizionali (in antitesi al modernismo esasperato), di solidità (in contrapposizione alle «bolle»), di responsabilità sociale (in contrasto con le pratiche del «mordi e fuggi»), di orizzonti lunghi (in opposizione allo *short termism*). Se questa nuova direzione si adatterà alla spregiudicatezza della finanza e, soprattutto, se e come essa si tradurrà eventualmente in comportamenti pratici è questione molto aperta. In ogni caso, se il ripensamento appare opportuno per i mercati finanziari in generale, ancor più rilevante potrebbe essere per lo specifico ambito del risparmio previdenziale e dei fondi pensione, data la natura maggiormente prudentiale e di lungo termine che caratterizza questo tipo di investitori.

Di questi cambiamenti sono testimonianza, da un lato, la crescente importanza attribuita all'*educazione finanziaria*, intesa come strumento per ridurre il potere degli intermediari sui risparmiatori, esercitato anche attraverso il ricorso a una complessità quasi fine a sé stessa; dall'altro, il sempre più diffuso riferimento a *criteri etici* nelle scelte di portafoglio. Sia la prima, sia i secondi attraggono così una crescente attenzione da parte di operatori, regolatori e studiosi.

Peraltro, mentre il ricorso a programmi di educazione finanziaria è relativamente nuovo e, almeno in Italia, ancora poco praticato, i cosiddetti investimenti «socialmente responsabili» non sono estranei alla tradizione dei fondi pensione,

in particolare di quelli a beneficio definito, un tempo nettamente dominanti nel mondo anglosassone. La causa è probabilmente da ricercarsi soprattutto nella partecipazione di rappresentanze sindacali agli organi di *governance* dei fondi, e al loro proposito di affermare principi cari alle associazioni dei lavoratori - magari anche soltanto in negativo, come per l'esplicito rifiuto di taluni fondi a investimenti in Sud Africa ai tempi dell'*apartheid*.

Da un generico riferimento a principi etici si è passati, negli anni '90, al concetto, forse meno indefinito, ma ancora sufficientemente generale da consentire differenti declinazioni, di sostenibilità o responsabilità sociale sia dei comportamenti di consumo, sia delle scelte di investimento. Il consumo socialmente sostenibile affianca l'investimento socialmente responsabile, atti entrambi, almeno in linea di principio, a riflettere valori etico-morali, come la salvaguardia dei diritti umani, la tutela dei lavoratori, la difesa dell'ambiente, la trasparenza per contrastare il rischio sistemico implicito in comportamenti mossi dal *moral hazard*. Le campagne sociali, come ad esempio i movimenti contro le guerre e antirazzisti, esercitano a loro volta pressioni per indurre gli investitori a una maggiore consapevolezza delle conseguenze sociali dei loro investimenti.

La crisi finanziaria ed economica iniziata nel 2008 enfatizza queste domande, le rende forse meno generiche, le ancora alla richiesta di nuove e più stringenti regole, contro l'esasperata esaltazione dei vantaggi del libero mercato. Il dubbio è se lo stimolo al cambiamento possa veramente rappresentare l'occasione per passare a processi di produzione meglio rispondenti alle sfide poste dai cambiamenti in atto a livello globale, nella sfera economica, sociale e ambientale e se il mercato finanziario possa svolgere il ruolo di promotore dello sviluppo sostenibile oppure se si tratterà dell'ennesimo superficiale omaggio a tendenze percepite come «di moda».

Per scongiurare il verificarsi di questo secondo scenario non basta però appellarsi genericamente a principi etici, ma è importante indagare le ragioni di

convenienza economica che possono sorreggere gli investimenti socialmente responsabili, pur se l'idea di «remunerare» la conformità a principi etici può sembrare una contraddizione in termini, se non addirittura una detestabile forma di scambio.

2. Vecchi e nuovi paradigmi

In realtà gli economisti si sono interrogati sulla questione e hanno individuato una risposta nella contrapposizione tra due differenti teorie di impresa, contraddistinte da una diversa concezione degli obiettivi dell'impresa: la prima è basata sulla *shareholder view*, la seconda trae fondamento dalla *stakeholder view*.

La *shareholder view*, coincidente con il paradigma neoclassico, identifica l'obiettivo dell'impresa nella massimizzazione del valore per gli shareholder (azionisti), perseguibile tramite la massimizzazione del profitto economico; la *stakeholder view*, a sua volta, fa rientrare tra gli obiettivi dell'impresa la massimizzazione del valore di una più vasta cerchia di attori interessati all'impresa, fino a comprendere, in senso ampio, la massimizzazione del benessere sociale. Se i mercati fossero completi e perfetti non vi sarebbe contraddizione tra i due obiettivi. Tuttavia, i mercati reali sono lontani dalla perfezione e dalla completezza, e le loro lacune («fallimenti»), rendono fin troppo evidente la conflittualità tra i due fini: per esempio, la presenza di esternalità negative e l'insufficienza dei mezzi finalizzati al loro superamento, fanno sì che non di rado il perseguimento della massimizzazione del profitto avvenga a scapito del benessere collettivo. In questo scollamento trova fondamento la domanda di *Corporate Social Responsibility* (CSR) basata proprio sulla *stakeholder theory* dell'impresa (cfr. Freeman 1984) come strumento per rispondere ai fallimenti del mercato in modo decentralizzato, alternativo rispetto all'intervento (centralizzato) dello stato.

Queste teorie sono peraltro a uno stadio iniziale e non hanno ancora fornito una

chiave interpretativa completa e soprattutto operativa, tale da condurre a criteri atti a sostituire il paradigma neoclassico della massimizzazione del valore e a indicazioni di policy che consentano di risolvere i numerosi e complessi problemi connessi con il passaggio dall'una all'altra visione, come l'identificazione di tutti i possibili portatori di interessi (*stakeholders*), la definizione dei loro obiettivi, l'esplicitazione dei *trade offs* che si possono instaurare tra questi obiettivi, la valutazione della performance in termini per l'appunto di raggiungimento del benessere sociale, fino alla stessa definizione di una funzione di benessere sociale in grado di aggregare tali variegati interessi.

La debolezza dell'apparato concettuale della *stakeholder theory* rischia peraltro di minarne la credibilità e soprattutto l'applicabilità. Come sottolineato da Jensen (2001), «...it is the failure to provide a criterion for making such trade-offs (among stakeholders),...that makes stakeholder theory a prescription for destroying firm value and reducing social welfare». Tirole (2001), a sua volta, afferma: «In a nutshell, management can almost always rationalize any action by invoking its impact on the welfare of some stakeholder. An empire builder can justify a costly acquisition by a claim that the purchase will save a couple of jobs in the acquired firm; a manager can choose his brother-in-law as supplier on the grounds that the latter's production process is environmentally friendly».

In modo anche più puntuale, Benabou e Tirole (2009), nel tentativo di capire se l'adozione di un comportamento socialmente responsabile sia il modo appropriato per perseguire obiettivi sociali, esaminano i costi e i benefici derivanti dalla sua attuazione e ne evidenziano motivazioni e limiti. Gli stessi autori sottolineano come il comportamento socialmente responsabile di individui e imprese sia un bene «normale» la cui domanda è influenzata positivamente dal livello di ricchezza. Essi guardano però con scetticismo ai meccanismi finora posti in atto per soddisfare questa domanda e sottolineano i problemi tuttora irrisol-

ti o inadeguatamente affrontati: l'individuazione di appropriati meccanismi di *signalling* e di sistemi di incentivi volti alla risoluzione efficiente del *trade off* tra la massimizzazione del profitto e il perseguimento degli obiettivi legati alla responsabilità sociale (cfr. Besley e Ghatak 2007; Benabou e Tirole 2009).

Non sempre, peraltro, questi obiettivi sono di per sé conflittuali. In un'ottica di lungo termine, anzi, l'obiettivo di massimizzazione del profitto e il mantenimento di una condotta socialmente responsabile sono verosimilmente non soltanto compatibili ma interconnessi. Non è un caso che l'esigenza di dare concreta realizzazione a una «economia della responsabilità sociale» (*the economics of social responsibility*) emerga proprio in una fase di crisi acuta. Né, d'altronde, la crisi è piovuta dal cielo; essa è piuttosto imputabile al comportamento spregiudicato e poco lungimirante di manager che, incoraggiati da un sistema di incentivi distorto, hanno operato in modo da perseguire al meglio la soddisfazione degli interessi loro e dei loro *shareholder*, con comportamenti che, se pure perfettamente razionalizzabili *ex ante*, in un ambito di breve periodo, settorialmente circoscritto (quello finanziario-creditizio dei mutui al dettaglio), non possono che apparire, *ex post*, eccessivamente azzardati e diffusi. È inoltre plausibile pensare che gli *shareholder* delle società coinvolte siano al tempo stesso *stakeholder* rispetto a società operanti in altri settori, maggiormente colpiti dalla crisi.

In definitiva, l'adozione di una gestione imprenditoriale socialmente responsabile non implica necessariamente la rinuncia al (o alla massimizzazione del) profitto. L'evidenza empirica in materia non è conclusiva, pur mostrando una scarsa (e spesso non significativa) correlazione positiva tra performance societaria e comportamento socialmente responsabile (Orlitzky *et al.* 2003; Margolis e Elfenbein 2007 and Margolis *et al.* 2008; Heal 2005 e Reinhardt *et al.* 2008).

3. Un mercato in crescita

I *Fondi Socialmente Responsabili* (o *SRI*, se si adotta l'acronimo dall'inglese) sono strumenti finanziari i cui portafogli vengono costituiti tramite un'accurata selezione dei titoli. I criteri attraverso cui si esplica la selezione possono essere classificati in *screening* negativo o positivo, e nello *shareholder activism*.

Le strategie di *SRI* basate su *screening* negativo individuano le azioni e le industrie che devono essere escluse dai loro portafogli sulla base dell'adozione di pratiche in contrasto con i criteri sociali, etici e ambientali che il fondo intende promuovere. Tipicamente si tratta di escludere titoli emessi da società che operano nei settori dell'alcol, del tabacco, del gioco d'azzardo, delle armi (talvolta si va più nello specifico, com'è il caso delle mine, dato che le armi possono avere finalità difensive, non necessariamente da condannarsi). Le strategie che applicano lo *screening* positivo privilegiano titoli emessi da società che soddisfano, per l'appunto in positivo, taluni requisiti in termini di comportamento socialmente responsabile, quali ad esempio la trasparenza della gestione, la valorizzazione delle risorse umane, la non discriminazione, la qualità dei prodotti, la salvaguardia dell'ambiente, la sostenibilità degli investimenti etc. Spesso, i promotori dei fondi socialmente responsabili optano per un approccio integrato che combina sia le due tipologie di *screening*, sia lo *shareholder activism*.

Le informazioni sugli investimenti socialmente responsabili risentono della relativa novità rappresentata da questo strumento finanziario e dalla scarsa nitidezza dei criteri alla base della loro classificazione. Sembra corretto in ogni caso riconoscere un considerevole aumento delle *dimensioni negli ultimi anni*. Il trend positivo riguarda in particolare Stati Uniti, Gran Bretagna, i Paesi Bassi e il Belgio. Secondo i dati del *Social Investment Forum*, nel 2007 il totale delle attività gestite secondo criteri *SRI* statunitensi basati su strategie di *screening* ammontava a 1.484 miliardi di dollari (oltre l'80% del delle risorse gestite secon-

do criteri SRI), con un tasso di crescita del 1200% rispetto al 1995. Negli Stati Uniti, le risorse gestite secondo criteri SRI rappresentano il 10% delle attività gestite. Il mercato europeo degli SRI, relativamente giovane nel 2002 (302 trilioni di euro), è cresciuto considerevolmente negli ultimi anni: secondo le stime EUROSIF, nel 2007 le risorse gestite ammontavano a circa 2,153 trilioni di euro, con in testa UK, Paesi Bassi e Belgio.

Per quanto riguarda la *performance*, secondo la tradizionale teoria finanziaria, i fondi socialmente responsabili dovrebbero essere meno remunerativi del mercato poiché i loro portafogli rappresentano un sottoinsieme del portafoglio (efficiente) di mercato e pertanto sono potenzialmente meno in grado di beneficiare della riduzione della volatilità associata a una maggiore diversificazione (in teoria, massima nel caso del portafoglio di mercato). L'evidenza empirica mostra che spesso non ci sono differenze significative rispetto a quella dei fondi «non socialmente responsabili» o «non selezionati» (si veda per esempio, Dhrymes 1998, Kurtz e DiBartolomeo 1996, Hamilton *et al.* 1993 e Grossman e Sharpe 1986), ossia che non ci sono differenze significative negli alpha (spesso negativi) dei fondi socialmente responsabili rispetto agli altri. Tuttavia, in uno studio che confronta la performance di strategie di investimento ottime definite su fondi comuni che operano secondo criteri socialmente responsabili e su fondi comuni non selezionati, Geazy *et al.* (2003) mostrano come per un investitore *mean-variance* il costo derivante dalla preclusione della perfetta diversificazione possa essere economicamente significativo e che tale costo cresce al crescere della frazione di ricchezza dedicata agli investimenti socialmente responsabili.

4. I risultati dell'indagine Mefop

Da un generico *appeal* a concrete decisioni di portafoglio il passo può essere lungo, e scarsamente praticabile. È questa l'impressione, peraltro non priva di

marginii di incertezza, che si ricava da un rapido esame delle risposte – a loro volta non prive di ambiguità – al questionario somministrato da Mefop ai fondi pensione italiani, e un certo numero di loro gestori e consulenti, e ampiamente presentato e commentato in questo volume.

Da un lato, la maggioranza dei fondi pensione italiani affermano di non inserire, e di non avere l'intenzione di inserire, criteri tipici dei SRI (definiti nell'indagine come ESG: *Environmental, Social and Governance*). Paiono quindi poco propensi a sacrificare opportunità di diversificazione adottando politiche di investimento basate su un sottoinsieme dei mercati finanziari di riferimento, selezionato secondo i criteri ESG¹. Ritengono, per contro, che l'obiettivo primario della gestione del fondo sia la massimizzazione del rendimento e che le restrizioni poste al menu di attività finanziarie in conseguenza dell'applicazione di tali criteri di selezione possano sfavorire il perseguimento dell'obiettivo medesimo. Mostrano inoltre una scarsa fiducia nell'attuabilità del processo di definizione dei criteri ESG da adottare per la selezione di titoli e per l'implementazione di politiche di investimento che rispondano ai criteri medesimi. Queste perplessità sono condivise dai gestori e dai consulenti, che tuttavia paiono più disposti a considerare i criteri ESG.

D'altra parte, la definizione delle politiche di investimento sembra essere caratterizzata in modo significativo dai criteri ESG nella maggioranza dei casi in cui sono inclusi, anche se soltanto una parte del patrimonio del fondo ne può risultare influenzato². Tipicamente, la scelta di favorire lo sviluppo della finanza

¹ Come evidenziato nel lavoro di Luzi, incluso nella presente pubblicazione, il fatto che tale effetto sia una conseguenza dell'applicazione dei criteri negativi di «selezione» e che non si verifichi invece nel caso di ricorso a criteri positivi è questione ancora controversa. In quest'ultimo caso, le politiche di investimento responsabili vengono attuate attraverso forme di azionariato attivo e/o attraverso l'inserimento nel portafoglio di titoli emessi da aziende che adottano codici coerenti con i principi condivisi. In ogni caso, nel momento in cui ci si riferisce a un sottoinsieme del portafoglio di mercato, si sta considerando, in effetti, un segmento meno efficiente rispetto a quest'ultimo.

² Raramente i criteri ESG coinvolgono tutti i comparti esistenti; più spesso vengono infatti

socialmente responsabile è espressione della volontà dei CdA che optano soprattutto per l'adozione di criteri *screening* positivo e/o negativo piuttosto che investire direttamente in fondi tematici.

Secondo i risultati dell'indagine sono soprattutto le barriere economico-organizzative alla base dello scarso successo dei criteri ESG presso i fondi pensione italiani, i quali considerano con assai poco entusiasmo l'eventualità di applicarli in futuro.

5. Principi per costruire un portafoglio di investimento di lungo termine³

La recente espansione degli schemi pensionistici a contribuzione definita (soprattutto in US e UK) ha ripositionato il *focus* degli studi in materia di gestione di portafoglio sulle tecniche di *asset allocation* strategica per investitori istituzionali di lungo termine. La teoria finanziaria (vedi per es. Campbell e Viceira, 2002) ha fatto numerosi progressi rispetto al tradizionale approccio di media-varianza che comunque rimane il punto di partenza per l'implementazione pratica della gestione finanziaria degli investitori istituzionali.

In particolare, l'analisi delle scelte ottime di portafoglio per fondi pensione ne ha gradualmente incorporato specificità come l'orizzonte di lungo periodo, la prevedibilità dei rendimenti, la presenza del rischio associato al reddito da lavoro e di quello associato alla presenza di attività fortemente illiquide, quali ad esempio quelle immobiliari. L'intuizione chiave è che il portafoglio ottimo per investitori di lungo periodo si debba discostare da quello ottimale per investitori di breve causa della differente valutazione della rischiosità delle attività finanziarie e per il fatto che una frazione cospicua della ricchezza totale posseduta dagli individui è rappresentata da capitale umano.

individuati comparti dedicati.

³ Questo paragrafo trae ampiamente dall'analisi di Bagliano et. al. (2008).

Secondo la tradizionale visione della gestione di portafoglio «a la» Markowitz, l'investitore *medio* non esposto a fattori di rischio particolari e con un orizzonte temporale di investimento uniperiodale dovrebbe adottare la regola suggerita dall'analisi media- varianza. Tenendo in considerazione unicamente la propria attitudine a sopportare il rischio finanziario, dovrebbe cioè combinare l'attività priva di rischio con il portafoglio di attività rischiose più efficiente⁴.

Nella misura in cui l'investitore è esposto anche a fattori di rischio diversi da quello finanziario di mercato e/o a un orizzonte di investimento che va oltre quello uniperiodale, la soluzione fornita dall'analisi media-varianza può non essere ottimale. Ad esempio, il portafoglio ottimo per un investitore di lungo periodo dovrebbe differire in modo sostanziale dalla regola miope se le opportunità di investimento variano nel tempo, a causa della variazione dei tassi di interessi reali e dei premi al rischio (es. Campbell e Viceira 1999 e 2001). In questo caso, se i rendimenti azionari manifestassero la tendenza a tornare verso la media e fossero di conseguenza parzialmente prevedibili risulterebbero relativamente meno rischiosi dei titoli di stato. Ne deriverebbe che sarebbe ottimale variare la composizione del portafoglio in relazione alle previsioni circa i futuri rendimenti.

Un altro aspetto cruciale nella definizione di strategie ottime per investitori orientati al lungo periodo è la considerazione di forme di ricchezza diversa da quella finanziaria. Nel caso dei lavoratori, la più importante forma di ricchezza

⁴ Nel caso di una sola attività rischiosa e sotto condizioni specifiche - l'investitore massimizza l'utilità definita sulla propria ricchezza finanziaria attesa al termine dell'orizzonte uniperiodale di riferimento; le preferenze sono rappresentate da una funzione di utilità caratterizzata da avversione relative al rischio costante; i rendimenti finanziari sono indipendenti nel tempo e distribuiti in modo lognormale; assenza di forme di ricchezza diverse da quella finanziaria - la quota di ricchezza totale investita nella medesima è pari a:

$$\alpha_i = \frac{E_t r_{i,t+1} - r_{i,t+1}^f + \frac{\sigma_i^2}{2}}{\gamma \sigma_i^2}$$

e quindi dipende dalle proprietà media-varianza dell'attività medesima, valutate soggettivamente in ragione dell'avversione al rischio, γ .

non finanziaria è il *capitale umano*. Il capitale umano di un individuo corrisponde al valore scontato dei redditi da lavoro che percepirà nel corso della sua vita. Il principio della diversificazione esteso al capitale umano prevede che l'investitore riduca (rispetto a quanto previsto dal modello di Markowitz) la quota investita in quelle attività finanziarie il cui rendimento è correlato positivamente al suo reddito da lavoro⁵.

Questo tipo di analisi mostra come dovrebbero essere delineate le scelte di portafoglio di un fondo pensione (in particolare, a contribuzione definita) se ispirate da considerazioni *life cycle*. Infatti, l'obiettivo principale del risparmio (e dell'investimento) attuato tramite i fondi è la stabilizzazione del consumo durante gli anni di pensionamento. Sicché il partecipante (e il fondo pensione in sua vece) dovrebbe tener conto, oltre che delle caratteristiche dei rendimenti delle attività finanziarie e dell'attitudine al rischio, anche del reddito da lavoro e dei trasferimenti pensionistici, nonché dell'aspettativa di vita. Tipicamente i trasferimenti pensionistici corrispondono a una frazione del reddito da lavoro percepito durante gli ultimi anni lavorativi – che a sua volta è il risultato della storia professionale (rischiosa) del lavoratore; di conseguenza, l'*asset allocation* ottima dovrebbe pesare opportunamente il *trade off* tra il perseguimento di un alto premio per il rischio finanziario e l'esigenza di «coprire» il rischio associato

⁵ Per evidenziare l'effetto della rischiosità del capitale umano sulle scelte ottime di portafoglio, prescindendo dalle decisioni di risparmio, continuiamo ad ipotizzare che l'investitore abbia un orizzonte uniperiodale e che percepisca un reddito da lavoro stocastico, l_t , potenzialmente correlato con il rendimento dell'attività rischiosa (indichiamo con $\text{cov}_t(l_{t+1}, r_{t+1}) \equiv \sigma_{lu}$ la covarianza tra i due).

In questo caso la quota ottima investita nell'attività rischiosa è:

$$\alpha_t = \frac{1}{\rho} \left(\frac{E_t r_{t+1} - r^f + \frac{\sigma_u^2}{2}}{\gamma \sigma_u^2} \right) + \left(\frac{-\rho}{1-\rho} \right) \left(\frac{\sigma_{lu}}{\sigma_u^2} \right)$$

dove $\rho = (1 + H/W)^{-1} > 1$ (con H/W è il rapporto tra capitale umano e capitale finanziario). La prima componente è la quota ottima investita nell'attività rischiosa nel caso in cui il rischio associato al reddito da lavoro sia puramente idiosincronico, la seconda componente evidenzia lo specifico ruolo di hedging del rischio associato al reddito da lavoro: l'attività rischiosa è tanto più desiderabile quanto più è non correlata (o meglio negativamente correlata) con il reddito da lavoro, così consentendo di contrastarne le realizzazioni sfavorevoli.

al reddito da lavoro. Intuitivamente, se nella prima fase del ciclo vitale il portafoglio ottimo dovrebbe essere maggiormente investito nelle attività rischiose, la composizione dovrebbe essere gradualmente modificata, con il crescere dell'età dei partecipanti, a favore dell'attività priva di rischio, dando origine ad un profilo della quota investita in attività rischiose decrescente con l'età⁶.

Studi recenti mostrano come il benessere dei partecipanti tragga un vantaggio significativo dalla inclusione di aspetti *life cycle* nella definizione delle strategie di investimento dei fondi pensione a contribuzione definita.

In modo più specifico, attraverso la soluzione numerica di modelli di ottimizzazione dinamica⁷ la moderna teoria finanziaria mostra come le caratteristiche del profilo di reddito da lavoro lungo il ciclo vitale contribuiscono in modo cruciale alla individuazione delle strategie di investimento ottime che i fondi pensione dovrebbero adottare. I recenti modelli *life cycle* di consumo e risparmio evidenziano come il profilo per età della composizione ottima di portafoglio sia estremamente sensibile all'andamento del tasso di crescita del reddito lungo il ciclo vitale, alla sua rischiosità e alla struttura di correlazione con le attività finanziarie rischiose. Infatti, un profilo di reddito caratterizzato da un tasso di crescita sufficientemente alto può generare un profilo ottimo della quota investita in attività rischiosa caratterizzato dalla forma ad U rovesciata, crescente fino ai 40-45 anni e decrescente successivamente. D'altro canto, se il rischio associato al reddito da lavoro e se la correlazione con i rendimenti dell'attività rischiosa sono sufficientemente alti, il profilo per età dell'investimento ottimo in attività rischiose potrebbe risultare invertito rispetto al caso precedente. Quanto

⁶ Queste prescrizioni sono alla base dei fondi *life cycle* che adottano una regola di investimento basata sull'età dei partecipanti, con automatico ribilanciamento con l'età della composizione di portafoglio, mano a mano più conservativa con l'avvicinarsi del pensionamento. Tale regola è diffusa presso i fondi a contribuzione definita negli Stati Uniti (ad es. dal *Vanguard Target Retirement Fund*, il maggiore fondo *life cycle*) e rappresenterà l'opzione di *default* nel secondo pilastro pubblico svedese (*Premium Pension*).

⁷ Si veda ad esempio, Cocco et al. (2005) e Bagliano et al. (2008).

più i due processi sono correlati positivamente, tanto più il capitale umano è assimilabile alla attività finanziaria rischiosa con la conseguenza di deprimere la quota ottima di ricchezza finanziaria investita in quest'ultima. L'effetto indotto dalla correlazione positiva è tanto maggiore quanto più è elevata la quota di capitale umano rispetto alla ricchezza finanziaria come è plausibile che sia nei primi anni del ciclo vitale. Per questo motivo, per i partecipanti più giovani, una correlazione positiva con il reddito da lavoro sufficientemente alta può deprimere, fino ad azzerare, l'investimento ottimo nell'attività rischiosa. Quest'ultimo tornerebbe a crescere lungo il ciclo vitale, man mano che il capitale umano diminuisce rispetto alla ricchezza finanziaria.

Facendo leva sulla loro natura occupazionale, molti fondi potrebbero trarre vantaggio dal fatto che i partecipanti possono condividere profili reddituali relativamente omogenei. Le considerazioni precedenti portano a valutare con particolare attenzione l'eventuale inclusione nel portafoglio del fondo pensione di azioni o quote delle società in cui trovano occupazione i partecipanti del fondo medesimo. Infatti, la carriera lavorativa e reddituale dei partecipanti è fortemente correlata con la performance delle società per cui lavorano, sicché non solo le loro azioni dovrebbero essere evitate, ma dovrebbero ricevere peso negativo all'interno del paniere di attività di investimento. In caso contrario, le conseguenze negative dell'andamento sfavorevole della società si ripercuoterebbero non soltanto sul profilo reddituale ma anche su quello finanziario, in termini di valor atteso della pensione (queste considerazioni non hanno solamente valenza esemplificativa, ma trovano riscontro nella realtà – si veda il caso Enron).

6. Conclusioni

Le considerazioni precedenti, presentate in forma intuitiva, non sembrano lasciare grande spazio all'inserimento di investimenti socialmente responsabili in

portafogli ottimali, come *asset class* a sé stante, tale da consentire di ampliare le opportunità di diversificazione del portafoglio. Si tratta piuttosto di un approccio trasversale alle diverse classi di attività che dovrebbe consentire un naturale allungamento degli orizzonti temporali degli investitori e un ampliamento delle prospettive di selezione e di valutazione.

Si resta così con il dilemma tra una istanza sociale di eticità nelle scelte finanziarie (peraltro spesso espressa in forma generica e con qualche faciloneria) e l'incapacità da parte della teoria economica di offrire a tale istanza una base scientifica rigorosa, utilizzabile anche per disegnare gli interventi di *policy*. Mentre la crisi ha enfatizzato questa istanza e risvegliato l'interesse verso una maggiore trasparenza nei comportamenti di banche e intermediari finanziari per contrastare gli effetti, anche in termini di rischio sistemico, di comportamenti mossi da azzardo morale, la «finanza etica» o socialmente responsabile» appare a molti come uno strumento per realizzare il «bene comune» più di quanto non possano le condotte ispirate al perseguimento del profitto. Anche se l'evidenza empirica su questo punto non è conclusiva, la letteratura finanziaria sembra mostrare per l'investimento in fondi socialmente responsabili, a parità di rischio, una remunerazione inferiore a quella di portafogli non selezionati, evidenziando così una sorta «sacrificio etico»⁸ quale costo associato all'adozione di un comportamento di investimento socialmente responsabile.

Se ne dovrebbe dedurre che, come minimo, i partecipanti a un fondo pensione dovrebbero poter scegliere se sopportare o meno questo costo, attraverso la possibilità di definire, secondo criteri di responsabilità sociale, il *mix* titoli in cui investire la propria ricchezza pensionistica. I risparmiatori socialmente responsabili dovrebbero però anche essere educati al *trade off* tra rendimento e appetibilità sociale dell'investimento, per essere in grado di valutare se non

⁸ Il termine «sacrificio etico» è tratto da Regana et al. (2005).

sia più remunerativo perseguire il fine etico optando per la devoluzione diretta di parte del rendimento conseguito in attività benefiche rispondenti a specifici criteri di *screening* individuali.

Più in generale, occorre mettere in guardia dall'idea semplicistica che gli investimenti socialmente responsabili possano rappresentare la panacea per i mali del mercato finanziario (per non dire del capitalismo *tout court*). Più promettenti appaiono, sotto questo profilo, tre filoni di intervento: miglioramenti nella regolamentazione e nella supervisione dei mercati finanziari; programmi diffusi di educazione finanziaria; un forte ripensamento della struttura di incentivi. Se le regole possono presentare non soltanto inadeguatezza nel disegno, ma anche, nella pratica, ampi margini di inottemperanza; se il richiamo alla coscienza dei singoli è estraneo alla ristretta sfera dell'economia, più promettente appare il ricorso a programmi di educazione e a un appropriato sistema di incentivi che sia in grado di favorire comportamenti socialmente responsabili, ispirati a maggiore prudenza e lungimiranza, al rispetto per l'ambiente e per le generazioni future. Nel disegno di un buon mix di regole, educazione finanziaria e appropriati sistemi di incentivi e disincentivi sta la vera sfida che studiosi, operatori, risparmiatori e politici sono chiamati a raccogliere.

References

Benabou, R. e J. Tirole (2009), «Individual and Corporate Social Responsibility», IZA Discussion Paper n. 4570.

Bagliano, F.C., C. Fugazza e G. Nicodano (2008), «Pension Funds, Life-Cycle Asset Allocation and Performance Evaluation», in corso di pubblicazione in P. Antolin e H. Rudolph (a cura di), *Investment performance of privately managed pension funds*, OECD-World Bank.

Besley, T. e M. Ghatak (2007), «Retailing Public Goods: The Economics of Cor-

- porate Social Responsibility», *Journal of Public Economics*, 91(9), 1645–16.
- Campbell, J. Y. e L. Viceira (1999), «Consumption and Portfolio Decisions when Expected Returns are Time Varying», *Quarterly Journal of Economics*, 114, 433–495.
- Campbell, J. Y. e L. Viceira (2001), «Who Should Buy Long-Term Bonds?», *American Economic Review*, 91, 99–127.
- Campbell, J. Y. e L. Viceira (2002), «Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors», Oxford: Oxford University Press.
- Cocco J., F. Gomes e P. Maenhout (2005), «Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle», *Review of Financial Studies*, 18, 491–533.
- Dhrymes, P. J. (1998), «Socially Responsible Investing: Is it Profitable?» in *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing*, Plano, Texas: The Colloquium on Socially Responsible Investing.
- Freeman, R. E. (1984), «Strategic Management. A Stakeholder Approach», Boston: Pitman.
- Hamilton, S., H. Jo e M. Statman (1993), «Doing Well by Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds,» *Financial Analysts Journal*, November-December, 62–66.
- Heal, G. (2005) «Corporate Social Responsibility - Economic and Financial Perspectives», *Geneva Papers*, 30, 387–409.
- Hillman, A. e G. Keim (2001), «Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottomline?», *Strategic Management Journal*, 22, 125–139.
- Geczy, C., Stambaugh R. e D. Levin (2005), «Investing in Socially Responsible Mutual Funds», Working Paper, University of Pennsylvania.
- Grossman, B.R. e W.F. Sharpe (1986), «Financial Implications of South African Divestment», *Financial Analysts Journal*, July-August, 15–29.
- Jensen, M. (2001), «Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate

- Objective Function», *Journal of Applied Corporate Finance*, 14.
- Kurtz, L. e D. Di Bartolomeo (1996), «Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance», *The Journal of Investing*, Fall.
- Margolis, J. e H. Elfenbein (2007), «Do Well by Doing Good? Don't Count on It», *Social Responsibility. Special Issue on HBS Centennial*, *Harvard Business Review*, 86(19).
- Margolis, J. D., H. A. Elfenbein, e J. P. Walsh (2008), «Do Well by Doing Good? Don't Count on It», *Social Responsibility. HBS Centennial Issue*, *Harvard Business Review* 86(19).
- Orlitzky, M., F. Schmidt. e S. Rynes (2003) «Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis», *Organization Studies*, 24, 403–441.
- Regana, M., M. Soana e G. Tagliavini, (2005), «I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari», Università di Parma, mimeo.
- Reinhardt F., R. N. Stavins e R. H. K. Vietor (2008), «Corporate Social Responsibility Through an Economic Lens», *Review of Environmental Economics and Policy Advance*, 2, 219–239.
- Shiller, R. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press.
- Tirole, J. (2001), «Corporate Governance», *Econometrica*, 69, 1–35.

LO SCENARIO INTERNAZIONALE E IL «CASO ITALIA»

Davide Dal Maso - Forum per la Finanza Sostenibile

Premesse

L'investimento responsabile (IR) è un fenomeno in rapida e continua crescita in tutto il mondo ed in particolare in Europa. Una crescita che non si esprime solo in termini quantitativi, pure impressionanti, ma anche guardando alla qualità, alla complessità e alla pervasività degli approcci adottati dagli investitori. All'interno di questo quadro, il mercato italiano rimane ai margini, sotto tutti i punti di vista. Obiettivo di questo contributo è quello di fornire una descrizione dello stato dell'arte e delle linee evolutive del movimento a livello europeo e di tentare un'interpretazione della situazione italiana, cercando di proporre alcuni correttivi.

1. Perché cresce?

L'IR costituisce un aspetto di un più ampio fenomeno di cambiamento sociale. È sempre più diffusa l'opinione secondo cui il modello economico occidentale, accanto ad una formidabile capacità di produrre ricchezza, sia anche la fonte di esternalità negative così forti da creare squilibri ambientali e sociali insostenibili. Il punto non è tanto, come si sarebbe potuto sostenere vent'anni fa, il rifiuto del modello nel suo insieme in nome di un'ideologia radicalmente alternativa; è, piuttosto, il riconoscimento del fatto che l'aver posto tutta l'enfasi sulla generazione del valore economico, a scapito della produzione anche di altre forme di valore, ha condotto ad effetti a volte peggiori dei benefici prodotti. Occorre quindi apportare dei correttivi, che consistono, per le imprese, nell'integrazione di obiettivi sociali e ambientali nelle proprie strategie. Non ci occupiamo, in

questa sede, della dimensione delle politiche economiche pubbliche – che sono poi l'altra faccia della medaglia. Questa spinta al cambiamento, vale la pena di ripeterlo, si sviluppa e si esaurisce all'interno del modello economico capitalistico e del modello politico delle democrazie liberali; non propone un'alternativa di sistema. Perciò, è del tutto compatibile con le pratiche correnti di gestione finanziaria, rispetto alle quali rappresenta un elemento certamente innovativo, ma non rivoluzionario.

A ben vedere, quindi, non si tratta di niente di nuovo: siamo sulla linea di un processo continuo di innovazione sociale. La schiavitù è stata abolita negli Stati Uniti nel 1865, ma molti Stati moderni l'hanno mantenuta fino a poche decine di anni fa; fino al 1889, in Italia lo sciopero era considerato un reato e per molti anni successivi il suo esercizio comportava il licenziamento; la prima legge organica sulla sicurezza del lavoro è del 1955. Oggi, ci preoccupiamo dell'ergonomia delle postazioni di lavoro e dello stress psicologico dei lavoratori. La stessa evoluzione la potremmo leggere nelle relazioni tra l'attività d'impresa e l'ambiente naturale, nei rapporti con i clienti ed i fornitori, nelle regole che disciplinano le relazioni con i mercati finanziari.

Va da sé che a queste evoluzioni le imprese reagiscono in modo diverso: alcune oppongono una fiera resistenza, altre si adattano passivamente, altre colgono con anticipo i segnali e accettano le nuove sfide, diventando esse stesse promotrici del nuovo che avanza. Tipicamente, queste ultime sono anche quelle più competitive, perché, naturalmente portate all'innovazione, si fanno trovare più pronte ad assimilare i nuovi sistemi di regole del gioco. In altre parole, i soggetti che mostrano attenzione verso le nuove aspettative sociali, corrono sì il rischio di assumersi dei costi iniziali maggiori dei concorrenti, ma nella maggioranza dei casi riescono nel medio periodo ad assicurarsi posizioni di vantaggio competitivo.

Questi fenomeni non seguono sempre andamenti lineari. Spesso, alternano periodi di stallo ad accelerazioni improvvise – per lo più collegate a situazioni di

crisi. In questi ultimi anni, ne stiamo vivendo una importante. Non mi riferisco solo alla crisi dei mercati finanziari del 2008/09, quanto alle più profonde crisi ambientali e sociali i cui effetti sono oggi manifesti: i cambiamenti climatici causati dal riscaldamento globale, le dinamiche demografiche, i fenomeni migratori, la disgregazione delle filiere produttive, la revisione dei modelli di welfare pubblico e altri fenomeni più o meno direttamente collegati alla globalizzazione del sistema economico.

Quindi, riassumendo: l'evoluzione dei fenomeni di cambiamento sociale e ambientale forma l'opinione pubblica; questa, in modi più o meno spinti, si trasferisce sugli orientamenti politici (e quindi sui processi di regolazione), sulle scelte di consumo, sui comportamenti delle persone; la capacità da parte delle imprese di adattarsi o, meglio, di anticipare queste tendenze diventa un fattore di vantaggio competitivo. Noi oggi chiamiamo «responsabili» quelle imprese che hanno affinato una capacità di *dare risposta* (l'etimo ci aiuta) ad una nuova domanda, quella che gli addetti ai lavori definiscono le *legittime aspettative degli stakeholder*.

Se accettiamo questa lettura, l'IR altro non è che un investimento saggio – perché cerca di intercettare quelle sacche di valore inespresso che l'analisi fondamentale, ancora ancorata a modelli di valutazione obsoleti, non riesce a cogliere.

Per questo è fondamentalmente sbagliato porre la questione dell'IR in termini idiosincratici rispetto alla questione della performance dell'impresa: al contrario, saranno le imprese irresponsabili ad essere punite dalla società prima e dai mercati poi. Certo, bisogna domandarsi *quando* ciò avverrà. Nel breve periodo, anche comportamenti irresponsabili potrebbero rivelarsi premianti e, come diceva Keynes, nel lungo periodo saremo tutti morti. Ma si prenda, ad esempio, il settore automobilistico: chi avrebbe detto, solo cinque anni fa (cinque anni sono un lungo periodo?), che l'efficienza ambientale dei motori sarebbe diventata il fattore determinante nella lotta per la sopravvivenza dei colossi dell'industry?

Chi avrebbe immaginato che sarebbe stata la capacità tecnologica di produrre vetture a basso impatto ambientale a permettere a Fiat di «conquistare» Chrysler? Chi avrebbe scommesso sul fatto che gli investimenti di Toyota sull'auto ibrida le avrebbero portato un vantaggio industriale così forte? La risposta è: quelli che chiamiamo «investitori responsabili» (o forse sarebbe più corretto chiamarli semplicemente lungimiranti).

Naturalmente, si potrebbe opporre un caso contrario: le *oil company*, nonostante operino un business evidentemente insostenibile (se non altro per il fatto che il petrolio è una risorsa finita), hanno dato ottimi risultati finanziari negli ultimi anni. Vero. Ma non è ragionevole pensare che la scarsità delle risorse fossili finirà prima o poi per renderne sempre più difficile e costosa l'estrazione? E che, di conseguenza, le società che stanno diversificando di più le fonti energetiche, investendo nelle rinnovabili, saranno meglio attrezzate il giorno inevitabile del *redde rationem*? Chi sarà, allora, l'equivalente della perdente Chrysler e chi della vincente Toyota del settore energetico? Magari, anche questa volta quelli che chiamiamo «investitori responsabili» avranno azzeccato la risposta.

1.1. Di quanto cresce?

La prima questione è di carattere definitorio: certamente, siamo di fronte ad un fenomeno assai variegato; spesso si utilizzano gli stessi termini per indicare prassi differenti tra loro e, altrettanto spesso, le medesime pratiche vengono chiamate in modo diverso. Il fatto che non esista una tassonomia condivisa dipende sia dal fatto che la realtà è obiettivamente complessa sia dalla continua evoluzione della materia.

Al netto di questa criticità nella definizione dei confini del fenomeno, è empiricamente evidente la crescita della sua portata e della sua visibilità. Se ne sente parlare sempre più frequentemente e lo si può considerare definitivamente sdoganato a livello politico dalla comunità finanziaria: non è più visto come un tema

«esotico»; è entrato nella lista degli argomenti politicamente corretti.

Le stime di Eurosif¹ sono ferme al 2008. Rimangono tuttavia le più complete e attendibili. Adottando la definizione più ampia (il cosiddetto *broad SRF*²) si arrivava, a fine 2007, a quasi € 2.700 miliardi, pari al 18% del totale dei patrimoni gestiti in Europa. Circoscrivendo l'analisi alle forme più tipiche e caratterizzanti di investimento responsabile, l'ammontare si riduce a circa € 512 miliardi.

L'aspetto più interessante, se ci si ferma agli aspetti quantitativi, è l'osservazione del fenomeno attraverso la crisi del 2008/09: nonostante il terremoto che ha colpito i mercati finanziari, la crescita del movimento non si è interrotta – anzi, semmai si è rafforzata. Ogni settimana o quasi, si legge della notizia di un grande investitore istituzionale che, «convertito» all'investimento responsabile, ha rivisto le proprie politiche in modo da ricomprendere i criteri ESG.

Più sorprendentemente ancora, anche nel settore retail si è registrato un sensibile aumento anche nell'anno della crisi: secondo la periodica indagine di Vigeo sui fondi comuni di investimento responsabile³, tra giugno 2008 e giugno 2009, il numero dei prodotti disponibili sul mercato è cresciuto del 27% (da 537 a 683) e l'asset gestito è passato da poco meno di € 48 miliardi a poco più di € 53 miliardi. Pur trattandosi di cifre sensibilmente minori rispetto a quelle che contraddistinguono il mercato istituzionale, danno un segno importante della sensibilità dei risparmiatori. Si tratta di uno dei numerosi segnali di cambiamento sociale che, come abbiamo argomentato sopra, finisce con l'indirizzare le scelte complessive di una comunità e col diventare *mainstream*.

¹ EUROSIF (2008). European SRI Study 2008. Disponibile su www.eurosif.org.

² Il Broad SRI è costituito dalle seguenti strategie SRI: lo screening negativo, incluso lo screening basato su criteri normativi (fino a due criteri negativi); l'azionariato attivo; l'integrazione dei rischi ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria tradizionale. Il Core SRI è costituito dalle seguenti strategie SRI: le esclusioni su base etica (più di due criteri negativi); lo screening positivo, incluso il Best in Class e i fondi tematici.

³ Vigeo (2009). Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2009 Review. Ottenibile su richiesta attraverso www.vigeo.com.

2. Uno sguardo all'Europa

2.1. Linee di tendenza

Attori

Non c'è dubbio sul fatto che i motori del cambiamento verso un sistema finanziario più attento ai temi di responsabilità sociale siano gli investitori istituzionali. Le famiglie giocano un ruolo importante, soprattutto in quanto orientano - o meglio, sono - l'opinione pubblica. Ma le grandi masse patrimoniali sono nelle mani degli istituzionali.

In particolare, i fondi pensione sono certamente i soggetti più presenti nella promozione dell'investimento responsabile in Europa. Le motivazioni di questo attivismo sono diverse: in primo luogo, il coinvolgimento delle parti sociali nelle strutture di governance. Il ruolo di rappresentanti del mondo imprenditoriale da un lato e del mondo del lavoro dall'altro negli organi di indirizzo contribuisce a far entrare nelle riflessioni dei board i temi della gestione d'impresa e della misura in cui le variabili ESG la influenzano. Fenomeni come l'internazionalizzazione o la globalizzazione, i cambiamenti climatici o le dinamiche demografiche (con tutte le conseguenze ambientali e sociali che provocano), sono ormai entrati nell'armamentario culturale di chi si occupa di temi aziendali.

In secondo luogo, i fondi pensione, per il tipo di prestazione che devono garantire, tendono ad adottare modelli di allocazione degli attivi che riduca al minimo l'esposizione al rischio. La diversificazione, nelle sue varie forme (settoriale, dimensionale, geografica ...) certamente aiuta a contenerla, ma non è sufficiente se non è accompagnata da un'attenta analisi dei rischi specifici dei singoli emittenti. Qui entrano in gioco le variabili ESG che si sono dimostrate capaci, come abbiamo sopra argomentato, di conoscere i pericoli che corrono talune imprese e quindi di evitare che, qualora realizzati, si trasferiscano sui portafogli

finanziari. In altre parole, le politiche di investimento responsabili di molti fondi pensione si giustificano in termini di gestione dei rischi.

Il terzo elemento che ha stimolato gli attori della previdenza a includere i temi ESG nelle proprie strategie finanziarie è legato agli aspetti di natura reputazionale: gli amministratori vogliono evitare di sentirsi accusati di comportamenti politicamente scorretti. Le risorse con cui si pagano le pensioni dei lavoratori, cioè, non possono derivare da attività che contrastino coi principi di tutela del lavoro e dell'ambiente. Da questo punto di vista, il caso olandese che descriveremo più avanti è emblematico: un'inchiesta giornalistica ha reso di pubblico dominio l'investimento di molti fondi pensione in industrie coinvolte nella produzione di armi controverse; ne è derivato un moto di indignazione da parte degli stessi aderenti ai fondi e, più in generale, dell'opinione pubblica, che non hanno mancato di rappresentare ai Consigli la propria netta contrarietà per questa circostanza. In prima battuta, alcuni hanno reagito negativamente, ma, di fronte al montare della polemica, più o meno tutti sono stati costretti ad adottare delle politiche e delle procedure che escludessero questo tipo di investimenti. Lo stesso sarebbe potuto succedere, o forse succederà, con riferimento al tema dei diritti umani, dei diritti del lavoro e così via: esiste un corpus di regole etiche che, anche se non coincidono con quelle giuridiche, hanno un valore per la comunità e che ci si aspetta vengano rispettate, anche se non obbligatorie *ex lege*.

Tra gli investitori tradizionalmente attenti alle questioni di responsabilità sociale vanno ovviamente citate le organizzazioni religiose e quelle del non profit (in particolare, le charities britanniche). Le ragioni sono intuibili e non richiedono approfondimenti. Piuttosto, va sottolineata la disomogeneità del fenomeno nei vari Paesi d'Europa. Organizzazioni omologhe (o addirittura articolazioni nazionali della medesima entità) si comportano in modo del tutto diverso nel nord e nel sud Europa. La risposta è naturalmente da ricercare nella diversa sensibilità degli operatori e, il che è l'altra faccia della medaglia, degli stakeholder – cioè

dei soggetti che domandano informazione e trasparenza. Comunque, stupiscono sempre positivamente l'accessibilità, la completezza e il dettaglio dei dati economici e finanziari sui patrimoni delle Chiese scandinave, britanniche e olandesi (anche cattoliche) – soprattutto se confrontati con l'opacità della comunicazione delle organizzazioni religiose nostrane.

Il mondo delle fondazioni rimane ancora ai margini del movimento degli investimenti responsabili. Pur non mancando casi di eccellenza, nella maggioranza dei casi le scelte finanziarie strategiche sono ancorate a modelli tradizionali. La circostanza potrebbe stupire, dato che le fondazioni sono organizzazioni non profit, spesso costituite a seguito di slanci filantropici. Questo dovrebbe portarle a considerare piuttosto naturale l'inclusione di preoccupazioni ESG nelle politiche di investimento. In realtà, così non è – o non ancora nella misura in cui ci si potrebbe immaginare. Anche in questo caso, crediamo, la spiegazione va ricercata nella mancanza di una pressione forte ed esplicita nella direzione del cambiamento. Le fondazioni rendono conto ad una comunità ristretta di soggetti, che per lo più sono interessati agli output dell'attività istituzionale, non tanto a comprendere come siano generate le risorse con cui vengono sostenuti. Sul tema della debolezza della domanda di responsabilità sociale torneremo più avanti.

Da ultimo, un cenno di attenzione va riferito al ruolo dei regolatori e, più in generale, dei soggetti pubblici. Con frequenza crescente, infatti, i Governi e le Pubbliche Amministrazioni dimostrano di prestare attenzione ai criteri cui si ispirano le politiche di investimento di fondi direttamente o indirettamente collegati alla proprietà statale. Un esempio di intervento pubblico è rappresentato dalla legislazione belga, che proibisce esplicitamente il finanziamento diretto o indiretto ad imprese che producano, utilizzino o commercializzino mine antiuomo; la regola è stata estesa alle armi ad uranio impoverito. Questa decisione ha peraltro sortito l'effetto indiretto di attivare un forte dibattito pubblico sull'argomento – che è probabilmente una delle ragioni che spiegano il fatto che il Belgio

è il Paese europeo con la più alta quota relativa di investimenti responsabili in fondi comuni.

Un altro caso di grande interesse è quello del fondo sovrano norvegese, creato coi surplus di bilancio generati dallo sfruttamento dei giacimenti petroliferi del mare del Nord. Da sempre, questo strumento, oltre ad applicare criteri di esclusione riferiti ai settori del tabacco e delle armi, si è dato delle politiche di investimento rigorose, soprattutto in quanto al rispetto dei diritti umani. Anche per le sue dimensioni, il fondo è un punto di riferimento per gli operatori dell'IR in Europa. Analogamente, in Francia è per decisione del legislatore che alcune forme di previdenza complementare devono prendere in considerazione elementi di tipo ambientale o sociale.

Temi e contenuti

In ordine agli approcci all'IR, lo scenario si mantiene piuttosto variegato. Come è noto, la scelta dei criteri è fortemente legata agli obiettivi dell'investitore: se sono caratterizzati da una componente etica, saranno più orientati ad evitare la presenza di titoli di società controverse. Viceversa, se il driver è di tipo economico – in particolare, la riduzione dei rischi di portafoglio derivanti dai rischi economici delle imprese investite – gli indicatori ESG cui avere riguardo sono molto più sofisticati. Non è questa la sede per investigare le diverse metodologie adottate dai gestori e dalle agenzie di rating specializzate per individuare e controllare i fattori di rischio. Sembra invece utile leggere alcuni passaggi interessanti, quali per esempio il superamento di sistemi di valutazione applicati in modo piuttosto indistinto a insiemi vasti di soggetti verso altri, più evoluti, che individuano per ciascun settore i fattori di rischio/opportunità specifici in un determinato periodo: così, nell'analisi delle imprese energetiche, giusto per citare un caso, si avrà particolare riguardo ai fattori di vantaggio competitivo che selezioneranno gli operatori nei prossimi anni.

Ci sono poi dei fenomeni di cambiamento globale che si impongono trasversalmente a tutti i settori: i cambiamenti climatici, per esempio, rappresentano un tema che semplicemente non può essere ignorato, perché è già una determinante dello sviluppo economico dei prossimi decenni. Come dicevamo in premessa, i mutamenti ambientali e sociali che le nostre economie stanno attraversando sono talmente profondi che certamente influiranno sul comportamento degli agenti economici. Non tenerne conto è irresponsabile perché semplicemente irrazionale.

Lo stesso si può dire per altre questioni, magari meno evidenti di quelle collegate al riscaldamento globale. Se un numero sempre maggiore di investitori si preoccupa del rispetto dei diritti umani o del bando del lavoro forzato minorile è perché si è ben compreso che le imprese che risultano coinvolte si espongono a rischi reputazionali o legali o di mercato tutt'altro che marginali.

Ancora, un tema su cui si va concentrando l'attenzione di molti investitori è quello del capitale umano: le imprese europee in particolare (sulle quali si concentra buona parte dell'investimento azionario dei fondi pensione), non potranno certo fare leva sul fattore prezzo per vincere la sfida con le economie emergenti, quanto viceversa sulla qualità dell'offerta di beni e di servizi – e non c'è dubbio essa sia intimamente legata alla qualità del capitale umano di cui dispongono. Ecco quindi che i processi di selezione, formazione, incentivazione e remunerazione, le politiche di coinvolgimento, di pari opportunità e partecipazione diventano cruciali. Un altro esempio di quanto responsabilità sociale e competitività vadano in accordo.

Ora, si può argomentare se sia più nobile una motivazione che prescinda dalla preoccupazione delle conseguenze economiche di una data circostanza rispetto ad una che guardi solo ai risultati – ma si rischia di cadere nei processi alle intenzioni.

Strumenti

In termini di strumenti, l'analisi ESG – che peraltro viene svolta non tanto dagli investitori istituzionali, che si limitano per lo più a definire i criteri generali, quanto dai gestori o, per loro conto, dalle agenzie di rating sociale – viene utilizzata sia per la selezione dei titoli in portafoglio sia per alimentare i processi di azionariato attivo. Quest'ultima pratica si va affermando con maggior peso relativo. I grandi fondi pensione, infatti, preferiscono un approccio di investimento quasi passivo, comunque con livelli di volatilità quanto più bassi possibili rispetto agli indici di riferimento. In questo caso, la selezione degli emittenti (sia in negativo che in positivo) basata su criteri ESG viene limitata all'indispensabile. Ma il rischio, se c'è, va comunque gestito: da questo punto di vista, l'azionariato attivo costituisce una risposta interessante. L'investitore, infatti non è «costretto» a disinvestire, ma utilizza attivamente i propri diritti (anche, ma non solo, di voto) per influenzare il management dell'impresa problematica e stimolarla a ridurre la propria esposizione al rischio ESG. L'approccio è addirittura più efficace rispetto allo screening, perché in qualche modo spinge il fondo a monitorare i progressi raggiunti dalla società oggetto di investimento e a non mollare la presa finché la questione non sia risolta e quindi il rischio rientrato entro limiti accettabili.

Questioni legali

Per molto tempo, anche da parte di soggetti autorevoli, si è sostenuta la tesi che l'IR costituisse una pratica contraria ai doveri fiduciari. In parole semplici, si affermava che il dovere di chi amministra un fondo sia di massimizzare il ritorno finanziario per il mandante, a date condizioni di rischio e in un determinato orizzonte temporale; l'argomento era che un approccio di IR impedisse o comunque rendesse più complicato questo compito, in quanto aggiungeva un ulteriore obiettivo e quindi costringeva a scelte sub-ottimali dal punto di vista della tecnica finanziaria.

La questione era stata oggetto di decisione di una corte inglese in un caso che fece scuola, ma è rimasta per lungo tempo controversa. A livello dottrinario, il primo contributo importante è rappresentato dal cosiddetto Freshfield Report del 2005⁴, documento di ricerca commissionato all'importante studio legale inglese dall'Asset Management Working Group dell'Unep Financial Initiative, il club di istituzioni finanziarie attivate dal Fondo per l'Ambiente delle Nazioni Unite. Dopo aver analizzato la normativa dei più importanti Paesi europei e nordamericani, lo studio di Freshfield si concentra sulla questione dei doveri fiduciari, arrivando a concludere che l'integrazione di temi ESG nelle fasi di analisi degli investimenti, nella misura in cui consente di rafforzare le previsioni sulla performance finanziaria delle società oggetto di investimento, è certamente lecito.

La successiva revisione dello studio⁵, nel 2009, va oltre e si spinge ad affermare che «nel proporsi per mandati di investimento, ci si aspetta che il consulente o l'asset manager consideri i fattori ESG come temi da prendere in esame e da valutare con il cliente anche se il fondo pensione non li abbia indicati come rilevanti ai fini dell'offerta. Se il consulente o l'asset manager mancano di farlo, c'è un rischio reale che possano essere citati per negligenza in quanto mancherebbero di assolvere ai propri doveri fiduciari nei confronti del cliente»⁶. Applicata all'ordinamento italiano, questa conclusione comporterebbe in sostanza un ampliamento del principio generale (art. 1176, c. 2, cod.civ.) che dispone che, nell'ambito di una attività professionale, la diligenza del professionista debba essere valutata con riguardo alla natura dell'attività stessa. L'approccio ESG diver-

⁴ UNEP-FI (2005). A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment. Disponibile su www.unepfi.org/fileadmin/.../freshfields_legal_resp_20051123.pdf.

⁵ UNEP-FI (2009). Fiduciary Responsibility - Legal and Practical Aspects of Integrating Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment. Disponibile su www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciaryII.pdf.

⁶ Traduzione del redattore.

rebbe parte integrante della valutazione della correttezza/completezza nell'esecuzione del mandato fiduciario che il cliente ha stipulato con il professionista.

3. Alcuni casi nazionali⁷

La Gran Bretagna, la Francia, l'Olanda, la Svezia e la Svizzera spiccano tra i Paesi europei con i mercati più rilevanti e dinamici per l'IR, in termini dimensionali e/o di capacità innovativa.

Gran Bretagna

La City di Londra ha un ruolo di prim'ordine a livello mondiale nel settore dell'asset management, sia in termini dimensionali che di capacità innovativa; secondo le stime fornite dall'*Investment Management Association*, gli asset gestiti dai suoi membri a fine 2007 ammontavano a più di € 4.269 miliardi.

Le origini dell'SRI nel Paese – come negli Stati Uniti e nel resto d'Europa – sono rintracciabili nelle iniziative intraprese dalle organizzazioni religiose. In particolare, agli inizi del Novecento, la Chiesa Metodista creò un fondo che escludeva dagli investimenti quei settori ritenuti contrari alla morale; nel 1984 *Friend Provident* – una mutua assicurativa legata al movimento dei Quaccheri – lanciò lo *Steward Fund*, uno dei primi e maggiori fondi d'investimento socialmente responsabile. Il *Merlin Ecology Fund*, istituito nel 1988, fu un'iniziativa pionieristica nell'ambito dei fondi d'investimento vocati all'ambiente⁸.

Oggi, la Gran Bretagna è riconosciuto come il centro mondiale per la finanza sostenibile e la responsabilità sociale d'impresa.

Secondo i risultati dell'indagine periodica svolta da Eurosif, l'Asset under Ma-

⁷ Paragrafo a cura di Marianna Benatti e Maria Paola Marchello.

⁸ Louche, C., Lydenberg, S. (2006). Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States. Vlerick Leeven Gent Working Papers 2006/22.

nagement al 31 dicembre 2007 ammontava a € 959 miliardi, distinguendo tra € 68 miliardi di *Core SRI* (7%) e € 891 miliardi di *Broad SRI* (93%). I maggiori investitori SRI nel mercato inglese sono, nell'ordine, la Chiesa e il mondo non profit, i fondi pensione aziendali, gli High Net Worth Individuals, le famiglie, le assicurazioni e le banche.

A fronte delle categorie di investitori di riferimento nel mercato SRI, i principali servizi offerti sono:

- i fondi comuni socialmente responsabili per investitori retail;
- i fondi comuni socialmente responsabili per enti religiosi, fondi pensione e altri investitori istituzionali;
- le consulenze sugli investimenti socialmente responsabili dedicate agli investitori istituzionali e agli High Net Worth Individual;
- i servizi d'investimento non espressamente definiti come SRI, ma che integrano considerazioni sociali, ambientali ed etiche.

Eurosif (2008) evidenzia una crescita del *Core SRI* del 150% e del *Broad SRI* del 40%⁹ circa. La crescita del *Core SRI* è sostenuta dagli investimenti basati sullo screening etico – cresciuti del 129% – e sul criterio dei 'best in class' – cresciuti del 50%. Con riferimento al *Broad SRI*, la maggiore crescita è stata registrata dall'azionariato attivo (+23%) e dall'integrazione degli aspetti ESG nell'analisi finanziaria tradizionale (+8%).

I trend dal 2005 mostrano una progressiva espansione degli investimenti socialmente responsabili. Anche gli investitori non specializzati nell'SRI mostrano un crescente interesse verso le tematiche ESG, come opportunità di business. Il tema dei cambiamenti climatici emerge come prioritario, tanto da divenire oggetto di specifiche valutazioni di rischio e di modelli di business.

Si registra inoltre un'inversione di tendenza rispetto alla necessità di dimostrare

⁹ Dal 31/12/05 al 31/12/07.

l'incidenza degli aspetti ESG nelle performance finanziarie, affermandosi, per converso, la necessità di sviluppare ricerche per valutare la rilevanza di tali aspetti e gli effetti che possono derivare dalla loro applicazione in termini di sostenibilità.

Focus sui Fondi Pensione

In Gran Bretagna, i doveri fiduciari stabiliscono l'insieme dei parametri generali entro cui i fondi (e quindi i gestori dei fondi e i consulenti finanziari) devono esercitare il proprio potere discrezionale. Sulla base di tali doveri, i fondi sono tenuti ad agire secondo prudenza e in coerenza con gli interessi dei beneficiari. Nel regime di *Common Law*, la sentenza 'Cowan v Scargill' è stata storicamente considerata come punto di riferimento per gli investitori istituzionali, a giustificazione della posizione di non adottare criteri ESG nelle scelte d'investimento. Secondo l'interpretazione originale di tale sentenza, l'investitore sarebbe tenuto ad orientare le scelte nell'interesse dei beneficiari e quindi alla massimizzazione delle performance finanziarie. Una successiva e più recente re-interpretazione della sentenza¹⁰ ha constatato la mancanza di una chiara evidenza contraria all'inclusione delle performance sociali e ambientali nelle scelte d'investimento, come peraltro ribadito dallo stesso giudice Megarry: in tale sentenza, si stabilisce infatti che i doveri fiduciari debbano essere esercitati nell'interesse dei beneficiari; l'estensione degli interessi dei beneficiari al di là delle performance finanziarie è ammessa laddove si giustifichi con una migliore gestione del rischio di portafoglio.

Oltre agli statuti e sentenze delle corti nel regime di Common Law, la condotta degli investitori è regolata da altre leggi e norme. Alcune di esse sono:

¹⁰ UNEP-FI (2009). Fiduciary Responsibility - Legal and Practical Aspects of Integrating Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment. Disponibile su www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciaryII.pdf.

– *Statement of Investment Principles (SIP)*

Nel luglio del 2000 il governo laburista, attraverso lo Statement of Investment Principles (SIP), ha introdotto una riforma che richiede ai fondi pensione occupazionali di esplicitare la propria policy sugli aspetti ESG;

– *Riforma pensionistica: il Pensions Act del 1995 e del 2004*

Con l'entrata in vigore del Pension Act del 1995, a tutti i fondi pensione occupazionali è stato richiesto di esplicitare il grado di considerazione degli aspetti etici, sociali e ambientali nelle scelte d'investimento.

La successiva riforma del 2004 ha introdotto nuovi emendamenti, tra cui: la richiesta ai beneficiari di mantenere un certo livello di conoscenza e comprensione del fondo, della normativa di riferimento e dei principi alla base dei sistemi pensionistici e le relative politiche d'investimento; la sostituzione del principio generale di prudenza con la più restrittiva richiesta di sicurezza, qualità, liquidità e profittabilità del fondo nel suo insieme;

– *London Principles*

I *London Principles* rappresentano un'iniziativa volontaria tra la Corporation of London e il governo britannico, finalizzata a favorire la realizzazione di buone pratiche di finanza sostenibile attraverso l'adozione da parte delle istituzioni finanziarie di sette principi ispirati al benessere economico, la protezione dell'ambiente e lo sviluppo sociale.

L'indagine condotta dall'*UK Sustainable Investment and Finance Forum*¹¹ sui 238 fondi pensione selezionati dal FTSE4Good e/o dal Carbon Disclosure leadership Index¹² rivela come i fondi pensione siano maggiormente consapevoli dell'impatto degli aspetti ESG sulle strategie d'investimento nel lungo periodo e abbiano un crescente interesse nelle pratiche di azionariato attivo. In generale,

¹¹ UKSIF (2009). Responsible Business: Sustainable Pension. How the Pension Funds of the UK's Corporate Sustainability Leaders are approaching sustainable investment.

¹² Il tasso di risposta al questionario è stato del 13% (32 fondi pensione su 238).

i fondi pensione di maggiori dimensioni sembrano più attivi nell'ambito degli investimenti responsabili; a fronte di una politica d'investimento responsabile definita dal fondo pensione, i gestori sono chiamati ad implementarla operativamente; l'azionariato attivo e l'integrazione dell'analisi ESG nell'analisi finanziaria tradizionale sono le modalità di investimento responsabile più frequentemente adottate. Il *British Telecom Pension Scheme* spicca tra le esperienze più virtuose, con le attività di azionariato attivo, realizzate attraverso l'interazione diretta con le aziende o la spinta alla definizione di regimi regolatori favorevoli alle imprese responsabili nei rispettivi mercati oggetto d'investimento. Il *Barclays UK Retirement Fund*, il *BP Pension Fund* e l'*HBOS Final Salary Pension Scheme* rappresentano altre esperienze virtuose.

Francia

Le prime iniziative di investimento socialmente responsabile in Francia sono rintracciabili negli anni Ottanta del secolo scorso. Nel 1983, il *Comité catholique contre la faim et pour le développement* (CCFD), insieme al *Crédit Coopératif* lanciò il primo fondo comune d'investimento dedicato, per l'appunto, ai temi della fame e dello sviluppo. Una parte del guadagno conseguita dall'organismo di investimento veniva destinata alla creazione di imprese nel Terzo Mondo. Nello stesso anno, nasceva il primo fondo comune socialmente responsabile ad opera di Suor Nicole Reille, responsabile finanziaria dell'ordine di Notre-Dame a Parigi; l'obiettivo del *Nouvelle Strategie Fund* era di offrire agli investitori, individuali o istituzionali, degli investimenti rispettosi dell'ambiente e dei diritti umani¹³.

Nel 2007, la Francia è risultato tra i Paesi con la maggiore crescita del mercato SRI. Al 31 dicembre 2007, il mercato del *Core SRI* ha raggiunto i € 29 miliardi (29%) e il *Broad SRI* i € 70 miliardi (71%) per un totale di € 99 miliardi. Tra

¹³ Louche, C., Lydenberg, S. (2006). Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States. Vlerick Leeven Gent Working Papers 2006/22.

il 2005 e il 2007, il mercato è cresciuto complessivamente del 615% (CAGR¹⁴ 167%), trainato dalla forte espansione del Broad SRI e, più in generale, dal crescente numero di investitori istituzionali.

La Francia è uno dei mercati più importanti e attivi nell'SRI, trainato sia dagli investitori istituzionali, per il 76%, che dal retail per il 24%; gli investitori SRI storici – come le Chiese, le ONG, le associazioni non profit – sono passati in secondo piano. I principali investitori istituzionali in SRI sono grandi investitori a lungo termine (fondi pensione pubblici e fondi di riserva, compagnie di assicurazione e mutue). Se a livello europeo, il mercato SRI francese si distingueva per il peso significativo degli investitori retail, secondo Novethic (2008), tale segmento di mercato, pur crescendo in termini assoluti, sta perdendo quota in termini relativi, passando da quasi un terzo a fine 2007, a circa un quarto a fine 2008 – e questo proprio per la crescita ancor più consistente del segmento istituzionale. A fine 2007, l'allocazione degli asset era prevalentemente azionaria (52%) ed obbligazionaria (29%), con il restante 4% e 15% degli asset rispettivamente allocato su base monetaria e in altri strumenti (es. private equity, venture capital, hedge fund, etc.). Benché ancora marginale a livello europeo, il mercato monetario dell'SRI è progressivamente cresciuto in Francia, così come in Germania e in Belgio.

Il mercato SRI francese è dunque risultato tra quelli in maggiore espansione a livello europeo. Secondo le previsioni di Novethic e Eurosif, gli investitori istituzionali sono destinati a giocare un ruolo chiave nel prossimo futuro, insieme ai fondi pensione previdenziali e agli investitori retail.

Focus sui Fondi Pensione

Il sistema pensionistico francese, basato sul sistema a 'ripartizione', non pre-

¹⁴ Compound Annual Growth Rate.

vede il ricorso a strumenti di investimento collettivo dedicati specificatamente allo scopo pensionistico, ma è caratterizzato da una combinazione di piani obbligatori e complementari, articolati per settori economici. Dal momento che non esiste un patrimonio investibile derivante dai fondi pensione è interessante analizzare l'intervento legislativo sul Fond de Reserve pour les Retraites (FRR¹⁵) e le rilevanti iniziative da questo intraprese in materia di investimento responsabile.

Con il decreto 1214 del 19 dicembre 2001 – il cosiddetto Decreto 2001 – si richiede che gli investimenti dell'FRR rispettino i principi di imparzialità, tempestività, profittabilità, prudenza e adeguata gestione del rischio. Le regole poste dal Decreto 2001 impongono delle limitazioni agli investimenti e alle tipologie di asset in cui si acconsente all'investimento. Inoltre, la gestione degli investimenti del Fondo di Riserva è assegnata alle società di gestione, secondo la procedura stabilita per gli acquisti della pubblica amministrazione (*Code des Marchés Publics*).

Tra le rilevanti iniziative intraprese dall'FRR in materia d'investimento responsabile, la *call for tender* lanciata nel 2005 per la selezione delle società di gestione ha permesso di attribuire i primi incarichi dedicati all'investimento socialmente responsabile; inoltre, nel 2008, il Consiglio di Sorveglianza ha adottato una Strategia d'Investimento Socialmente Responsabile rivolta all'integrazione degli aspetti ESG nella gestione dei portafogli, così vincolando le scelte strategiche d'investimento dei gestori¹⁶.

¹⁵ Il FRR è stato istituito per contribuire al finanziamento dei tre regimi pensionistici a ripartizione in essere in Francia: la CNAV (Caisse Nationale d'Assurance Vieillesse), l'Organic (Caisse de retraite des commerçants et des chefs d'entreprises commerciales) e la Cancava (Caisse de retraite des artisans). La Legge 624 del 17 luglio 2001 precisa che l'FRR non apporterà alcun contributo finanziario prima del 2020.

¹⁶ <http://www.fondsdereserve.fr/>.

Olanda

Il primo fondo socialmente responsabile in Olanda fu creato nel 1990 da ABF – *Het Andere Beleggingsonfids* – su iniziativa di alcuni gruppi religiosi e del movimento ambientalista¹⁷. Insieme alla Francia, Germania e Svizzera il mercato SRI olandese si è mostrato tra i più dinamici negli ultimi anni.

A fine 2007, del totale degli SRI Asset under Management, il *Core SRI* ammontava a € 69 miliardi e il *Broad SRI* a € 366 miliardi.

Il Core SRI detiene la più ampia percentuale di mercato nel settore domestico dell'asset management. Rispetto al Broad SRI, l'Olanda ha mostrato la più incisiva crescita (681% CAGR) dal 2006, principalmente grazie all'investimento di alcuni grandi investitori istituzionali come ABP e PGGM. L'asset allocation è dominata dall'azionario e obbligazionario, con una certa diversificazione – rispetto al mercato SRI europeo – verso nuove classi come il real estate, il private equity, l'hedge fund e le commodity. L'approccio SRI prevalente è basato sullo screening negativo – principalmente incentrato sull'esclusione del settore degli armamenti – a dimostrazione dello stadio iniziale nell'implementazione delle politiche SRI. L'azionariato attivo è un'altra modalità di cui gli investitori SRI olandesi si avvalgono; benché la corporate governance costituisca il tema di maggior peso, vari investitori istituzionali stanno progressivamente richiamando l'attenzione delle imprese su temi sociali e ambientali.

Il documentario proiettato nel 2007 da Zembla avrebbe svolto un ruolo chiave nella crescita del settore SRI; esso avrebbe infatti agito come stimolo per i grandi fondi pensione, richiamando l'attenzione del pubblico e degli operatori stessi sui cospicui investimenti effettuati in imprese altamente inquinanti e produttrici di armi, come le bombe cluster, e sugli scarsi investimenti in SRI.

Così, nello stesso anno, una commissione nominata dall'Associazione Olandese

¹⁷ Louche, C., Lydenberg, S. (2006). Socially Responsible Investment: Differences Between Europe and United States. Vlerick Leeven Gent Working Papers 2006/22.

dei Fondi Pensione ha pubblicato un rapporto¹⁸ in cui vengono formulate una serie di direttive per guidare l'implementazione dell'investimento responsabile. Secondo le stime di Eurosif e del forum olandese per la finanza sostenibile, gli investimenti focalizzati sulle questioni ambientali, come i fondi tematici sull'acqua, le energie rinnovabili e i cambiamenti climatici continueranno a rivestire un ruolo di primo piano nel mercato SRI olandese, grazie alla progressiva sensibilità da parte dei maggiori investitori istituzionali.

Focus sui Fondi Pensione

Come per altri Paesi, il sistema previdenziale olandese è basato su tre pilastri: il primo, rappresentato dall'*Old Age Pension Act*, garantisce una pensione d'anzianità di base al fine di prevenire l'incorrere di situazioni di povertà; il secondo corrisponde alla cosiddetta previdenza complementare, nell'ambito della quale si distinguono i fondi pensione di settore, i fondi pensione aziendali, i fondi pensione professionali e le compagnie di assicurazione private; il terzo è caratterizzato dagli schemi pensionistici volontari stipulati con società di assicurazione specializzate.

A giugno del 2009, risultavano attivi 612 fondi pensione.

L'indagine comparata sull'investimento responsabile condotta da VBDO¹⁹ sui maggiori fondi pensione, per capitale investito e numero di partecipanti, ha evidenziato alcune linee di tendenza generali. Innanzitutto, i fondi pensione di settore e occupazionali sono nettamente più avanzati rispetto ai fondi pensione aziendali. Evidenti progressi sono stati realizzati nello sviluppo di politiche di investimento responsabile, nonché nell'utilizzo di specifici strumenti per l'im-

¹⁸ Handleiding Maatschappelijke belangenafweging en transparantie in het beleggingsproces (Handbook Social Appraisal and Transparency in Investment Processes), Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, Den Haag, 16 April 2007.

¹⁹ VBDO (2009). Benchmarking Responsible Investment by Pension Funds in Netherlands 2009 - On track.

plementazione di tali politiche; in particolare nell'esclusione di industrie produttrici di armi controverse, come le bombe cluster, e di industrie altamente inquinanti, o che sfruttano il lavoro minorile. Una percentuale più ridotta di fondi pensione ricorre allo screening positivo, incorporando criteri ESG nel processo di selezione. L'implementazione di politiche di azionariato attivo è progredita sia nel coinvolgimento attivo delle imprese oggetto di investimento, sia nell'adozione di politiche di voto inclusive di aspetti ambientali e sociali.

Il Pensioenfonds Zorg en Welzijn e ABP sono risultati tra i fondi pensione più all'avanguardia in assoluto. Essi – oltre ad essere i più grandi nel panorama olandese dei fondi pensione – hanno mantenuto la gestione delle attività attraverso le società controllate PGGM e APG.

Sebbene con risultati mediamente più bassi, i migliori fondi pensione aziendali in termini di impegno verso gli investimenti responsabili, sono risultati (in ordine decrescente): KPN, TNT, Shell, Philips, Radobank.

Svezia

La Chiesa Svedese fu la protagonista nella creazione del primo fondo SRI nel 1965. Oggi, circa i due terzi degli asset finanziari svedesi sono soggetti all'applicazione di criteri etici o di sostenibilità. Il grado di avanzamento e innovatività delle pratiche SRI non è elevato; ci si aspetta un miglioramento in tal senso per il prossimo futuro.

Al 31 dicembre 2007, il mercato SRI ammontava a € 191 miliardi, composto da € 57 miliardi di Core SRI e € 134 miliardi di Broad SRI. Così come per l'Olanda, l'approccio prevalente è lo screening negativo; il Global Compact è frequentemente utilizzato come riferimento per lo screening. Il mercato è dominato dagli investitori istituzionali, mentre il retail ricopre una piccola parte.

Storicamente, i fondi pensione nazionali (i cosiddetti 'AP Funds') e, in particolare, il settimo AP fund hanno assunto una posizione di leadership nello sviluppo

e adozione dello screening negativo. Da allora, lo screening «norm-based» è diventato una pratica comune tra gli investitori istituzionali.

In termini di asset allocation, i fondi azionari e obbligazionari occupano rispettivamente il 63% e il 32% del mercato SRI. Le previsioni per il prossimo futuro individuano una maggiore diversificazione degli asset, con l'espansione del SRI nel real estate, negli hedge fund e nel private equity.

Come in passato, tutt'oggi la Chiesa Svedese è tra i principali promotori degli investimenti responsabili nel Paese. Insieme a Mistra, una fondazione di ricerca ambientale sostenuta dal Governo, essa è pioniera nell'adozione delle più avanzate forme di SRI, fungendo da modello per gli altri operatori.

Focus sui fondi pensione

Gli *AP Funds* rientrano nella parte del sistema pensionistico nazionale finanziato esclusivamente attraverso i contributi dei lavoratori (AP1-AP6: *Income Pension*; AP7: *premium pension*). All'inizio del 2007, i primi quattro *buffer funds* hanno costituito un Consiglio Etico allo scopo di incrementare la capacità di incoraggiare le imprese oggetto d'investimento verso l'adozione di comportamenti responsabili, nel rispetto delle convenzioni internazionali firmate dallo Stato Svedese (le convenzioni sui diritti umani, la convenzione delle Nazioni Unite sui diritti dell'infanzia, le convenzioni ILO, le convenzioni internazionali sull'ambiente e le convenzioni contro la corruzione). Con il supporto di consulenti esterni, il Consiglio Etico seleziona un gruppo di imprese accusate di violazione di convenzioni internazionali e principi, con cui intraprendere un dialogo e coinvolgimento attivo, anche attraverso la cooperazione con altri investitori e l'esercizio del diritto di voto alle assemblee degli azionisti. Se le iniziative intraprese non portano ai risultati attesi il Fondo, su raccomandazione del Consiglio

Etico, vaglierà la possibilità di vendere le azioni della relativa azienda²⁰.

Il settimo *AP fund* è particolarmente noto per la politica d'investimento responsabile; analogamente al Consiglio Etico costituito dai primi quattro *AP funds*, l'AP7 investe solo in quelle aziende che rispettano le convenzioni internazionali firmate dal governo svedese, nonché la legge svedese. L'esclusione di un'azienda resta in essere per un periodo di cinque anni²¹.

Svizzera

Sin dal 1999, il Consiglio Federale Elvetico ha incoraggiato i fondi pensione pubblici e i fondi di riserva nell'implementare strategie di investimento orientate alla sostenibilità. Le banche svizzere sono state tra le prime ad offrire gli investimenti socialmente responsabili e a sviluppare conoscenza in questo campo, anche con la creazione del primo indice di sostenibilità.

Al 31 dicembre 2007, gli SRI Asset under Management ammontavano a € 21.1 miliardi, rappresentati per il 100% da Core SRI. Nell'arco di due anni²² il mercato SRI è cresciuto del 183% (CAGR 68%). La strategia d'investimento prevalente è basata sullo screening etico. Anche la strategia 'best in class' e gli SRI tematici assumono una posizione rilevante; in particolare, quest'ultimo approccio è stato interessato da una forte crescita con l'emissione di fondi e certificati focalizzati sul tema dell'acqua, dei cambiamenti climatici, delle energie rinnovabili e della mobilità. L'azionariato attivo è tipicamente applicato agli investimenti che già sono sottoposti ad una qualche forma di selezione.

Il peso degli investitori istituzionali e retail nel mercato SRI elvetico risulta equamente ripartito; recentemente, si sta riscontrando un interesse da parte degli *High Net Worth Individual*.

²⁰ First-fourth AP funds' Ethical Council (2008). Annual Report 2007.

²¹ Sjunde AP-fonden (2008). Annual Report 2007.

²² Dal 31/12/05 al 31/12/07.

I fondi pensione svizzeri hanno un approccio pragmatico verso l'ESG: essi sono disposti ad investire sulla base dei criteri ESG, se la loro inclusione può determinare effettive performance extra-finanziarie. Un significativo cambiamento si è realizzato negli anni più recenti, passando da una mera visione ideologico – politica, alla considerazione delle reali performance di sostenibilità. Nonostante i rendimenti negativi del mercato SRI elvetico, derivanti dalla prevalente base azionaria dei fondi, si prevede una crescita futura dello stesso. I settori trainanti saranno strettamente correlati agli incentivi posti dalla regolamentazione, che ad oggi interessa in particolare il tema delle fonti rinnovabili²³.

4. L'eccezione Italia

Abbiamo visto che l'investimento responsabile, o per meglio dire la progressiva integrazione di elementi ESG nelle politiche di investimento dei fondi pensione cresce in tutta Europa. In Italia, no – o quantomeno non con i ritmi che caratterizzano i mercati più evoluti. L'indagine Mefop-FFS presentata oltre dà conto della modestia delle esperienze sinora realizzate nel nostro Paese. Ovviamente, viene da chiedersi quali siano i motivi. Ve ne sono, come sempre in questi casi, numerosi.

4.1. Questioni strutturali

La prima spiegazione che viene offerta, soprattutto dagli amministratori dei fondi italiani, è legata ai limiti strutturali del mercato della previdenza complementare – ancora giovane, ancora molto piccola. Ne deriverebbero due conseguenze: da un lato, una certa inesperienza nella gestione delle questioni strategiche e,

²³ Rohrbein, N. (2009). Fundamental shift in ESG. Investments and Pensions Europe Journal, 2009/October.

dall'altro, una carenza di risorse da dedicare all'innovazione. Entrambe le questioni sono fondate, anche se occorre precisare che valgono solo per una parte del settore, cioè quella di più recente istituzione. I fondi cosiddetti pre-esistenti rappresentano entità consolidate e, nella più parte dei casi, non prive di mezzi. Certamente, l'obiettivo primario di questi ultimi anni dei fondi negoziali è stato quello di consolidare un processo di crescita tutt'altro che scontato dopo una partenza difficile, a causa delle riserve di alcune aree all'interno delle stesse fonti istitutive e della scarsa informazione tra i lavoratori (situazione peraltro aggravata dalla manifesta diffidenza da parte di molti), e una prima fase di sviluppo complicata da numerosi interventi regolatori, che hanno costretto gli operatori ad un continuo sforzo di adeguamento. La situazione di attenzione costante ai profili organizzativi e gestori avrebbe quindi impedito la creazione delle condizioni per il dibattito e l'elaborazione necessari alla messa a punto di politiche di investimento in qualche modo orientate a ricomprendere aspetti «non scontati». Dato per acquisito questo dato di fatto (che ha però riguardato, lo ripetiamo, soprattutto i negoziali), viene nondimeno da domandarsi come mai, nonostante le sollecitazioni non siano mancate, i Consigli di Amministrazione abbiano affrontato queste questioni solo occasionalmente e senza un approccio sistematico e rigoroso.

La scarsità delle risorse finanziarie è pure un ostacolo reale – anche se vale soprattutto per i fondi più piccoli tra quelli di nuova istituzione, meno per i pre-esistenti o per i negoziali più grandi. Detto per inciso, l'efficienza economica nella gestione dei fondi sarebbe più facilmente perseguibile attraverso la generazione di economie di scala piuttosto che attraverso la riduzione al limite dei costi. Ma il punto è un altro, e cioè che, alla prova dei fatti, si potrebbe facilmente dimostrare che l'aumento complessivo degli oneri di gestione a seguito dell'introduzione di qualche forma di IR sia, in generale, pressoché irrilevante.

Un'ipotesi che è stata talvolta palesata, ma mai davvero approfondita, è quella di

una mutualizzazione dei costi collegati, per esempio, alla ricerca ESG o all'esercizio dei diritti di voto. Se il sistema dei fondi trovasse un punto di accordo, anche minimale, sul che fare su questo fronte, con un piccolo contributo di ciascuno si riuscirebbe a raccogliere una massa critica sufficiente per azioni qualificate, di cui beneficerebbero tutti gli operatori a parità di condizioni.

Insomma, se è indubbio che esistano dei limiti strutturali, tuttavia nessuno di essi sembra in grado di creare ostacoli insormontabili. I pochi fondi che hanno tentato delle sperimentazioni nel campo dell'IR non sono i più grandi né i più ricchi né i più consolidati. La motivazione al cambiamento risiede invece nella volontà di affrontare una questione non banale, circostanza che è collegata, come cercheremo di dimostrare, a fattori di tipo essenzialmente culturale.

4.2. Questioni culturali e politiche

Quindi, accertato che la dimensione tecnica è gestibile, in un modo o nell'altro, allora dove sta il problema?

Un primo ordine di questioni riguarda l'informazione. Checché se ne dica, di investimento responsabile si sa pochissimo. Soprattutto, di che cosa sia davvero e di che cosa non sia. Molti semplicemente ignorano il fatto che decine e decine di fondi pensione europei, ben più grandi e complessi di quelli nostrani, da anni applicano pratiche di investimento responsabile, che non ne hanno ricavato alcun danno, anzi, e che riescono serenamente a pagare le pensioni e a svolgere un ruolo attivo di cittadinanza d'impresa. Esistono ancora dei pregiudizi tanto radicati quanto privi di fondamento, anche tra gli addetti ai lavori, che bloccano sul nascere qualsiasi seria riflessione. Scontiamo la tradizione, che ha delle conseguenze anche sul piano lessicale, della finanza etica e dei fondi etici – che rappresentano un'esperienza nobilissima, ma che sono altra cosa. Molti continuano a pensare che la questione sia ancora l'esclusione di armi, tabacco e alcol e pun-

tualmente arriva la battuta sul vino (che in fondo non fa male!) o sulle pistole per i Carabinieri. La deriva sulla questione etica porta quindi a considerare più la *moralità* delle attività oggetto di investimento (e qui, ovviamente, si possono aprire discussioni infinite) che la *materialità* degli aspetti ESG sulle attività stesse, col risultato che non si coglie il punto centrale – cioè che la cattiva gestione degli aspetti ambientali e sociali da parte di un emittente non è significativa per stabilire chi sia «buono» o chi sia «cattivo» dal punto di vista di un'etica tutta da identificare, quanto chi sia rischioso o meno da un punto di vista finanziario. Ciò non significa che un problema morale non ci sia, ma che vada affrontato in altre sedi o con altri strumenti.

Un secondo elemento, anch'esso, a ben vedere, culturale prima che tecnico, è rappresentato dalla complessità del rapporto tra consigli di amministrazione, consulenti finanziari e gestori. In teoria, le responsabilità di ognuno sono chiare. Nella dinamica che si instaura tra questi attori, tuttavia, capita talvolta che si tenda a limitare i rischi collegati al proprio ruolo e ci si aspetti soluzioni dagli altri. Devono essere i Consigli a dettare delle linee guida nei mandati? Devono essere i gestori a incorporare gli aspetti ESG direttamente nelle proprie proposte? Devono essere i consulenti a richiedere ai gestori delle competenze specifiche nella gestione dei rischi extrafinanziari? Nel dubbio, visto che pochi maneggiano questi argomenti con sicurezza, i più tendono a non muovere il primo passo e a non assumersi il rischio connesso ad ogni iniziativa di innovazione. La situazione temuta, dagli uni e dagli altri, è che gli eventuali vantaggi portati dall'introduzione di aspetti ESG nei modelli di gestione non vengano riconosciuti – ma che gli eventuali svantaggi siano invece esplicitamente imputati.

L'esperienza dei Paesi stranieri in cui il fenomeno IR si è sviluppato prima testimonia peraltro che il cambiamento è più probabile e duraturo se proviene dal lato della domanda. In altre parole, è più difficile che lo stimolo arrivi dal lato dei fornitori di servizi. E del resto, è giusto così: l'IR non è un prodotto, è un

approccio strategico. Quindi, chi, se non gli asset owner, dovrebbe farsi carico di sollecitarlo? Qui torna la questione dei ruoli e dei rapporti tra gli attori in gioco: nell'esperienza dei fondi italiani, raramente i Consigli hanno imposto ai gestori delle decisioni che non siano state in qualche modo da essi stessi condivise – cosa che è relativamente facile quando si tratta di materie «consolidate», molto più difficile quando viene richiesto di avventurarsi in terreni sconosciuti. In altri termini, i Consigli sono riluttanti ad assumersi la responsabilità di scelte dagli esiti incerti (o che comunque vengono percepite come tali) e sono portati a considerare più favorevolmente le soluzioni proposte dagli operatori professionali. Anche questo, è di tutta evidenza, rappresenta un ostacolo all'innovazione.

5. Conclusioni

Se è vero quanto sopra argomentato, cioè che le questioni tecniche legate all'introduzione di un approccio di IR siano quasi sempre risolvibili e che invece i fattori di resistenza al cambiamento siano di natura culturale, allora è alla creazione di un contesto complessivamente più favorevole che occorre lavorare. Sarebbe riduttivo limitarsi a indicare delle parti «colpevoli». In realtà, ammesso e non concesso che lo siano, queste parti sono espressione di un tutto che, evidentemente, non è diverso da esse stesse. Se si registrasse nella società ampia una sensibilità maggiore sui temi ambientali e sociali, probabilmente chi ha ruoli di responsabilità, a qualsiasi livello, si sentirebbe più legittimato ad «alzare l'asticella» delle attese, e viceversa – altrimenti non si spiegherebbe perché altrove i sindacati e i padronati, pur avendo interessi del tutto simili a quelli degli omologhi nostrani, abbiano assunto orientamenti così diversi. È un dato di fatto che nel nostro Paese non vi sia una vera domanda di responsabilità sociale – al di là dell'industria convegnistica che si è sviluppata negli ultimi anni. Come mai non c'è un giornale, un'organizzazione della società civile, un privato cittadino

che «chieda conto» agli investitori istituzionali dell'uso che fanno delle risorse che sono loro affidate? Che pretenda trasparenza e informazione? Che vada a mettere il naso nella gestione dei «suoi» soldi? Che si scandalizzi se vengono investiti in attività socialmente o ambientalmente dannose?

Questa considerazione non deve diventare però un alibi, una giustificazione all'immobilismo, in attesa che si rafforzi la domanda. I gruppi dirigenti di un Paese hanno anche il dovere di stimolare un dibattito, promuoverlo, alimentarlo e dimostrarsi pronti ad assumerne le conseguenze. Le istituzioni finanziarie e i grandi investitori sono stati considerati, e hanno cercato di essere considerati, soggetti «neutrali» rispetto alle scelte di allocazione dei capitali. Forse è opportuno richiamare anche chi li governa ad un dovere di cittadinanza attiva.

GLI INVESTIMENTI ESG¹ NEI FONDI PENSIONE ITALIANI

Stefania Luzi - Mefop

1. Introduzione

Nel corso dei mesi di marzo e aprile 2009 Mefop ha condotto un'indagine sui temi della gestione finanziaria nella previdenza complementare somministrando due distinti questionari, il primo rivolto ai fondi pensione, il secondo indirizzato a gestori e consulenti finanziari. Il progetto di studio si è posto l'obiettivo di valutare la percezione degli operatori del settore riguardo ad alcuni aspetti particolarmente dibattuti al momento, cogliendo divergenze e punti di contatto nell'approccio a un medesimo tema di analisi.

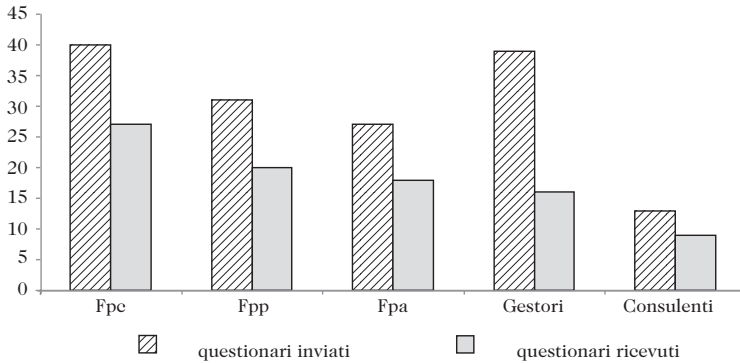
Un'apposita sezione del questionario è stata dedicata al tema degli investimenti secondo criteri EsG. Diversamente da quanto accade in altri contesti internazionali, nei quali i fondi pensione sono i principali investitori istituzionali nell'allocazione delle risorse secondo principi di responsabilità sociale e ambientale, nel nostro paese il settore della previdenza complementare gioca ancora un ruolo marginale.

Il presente lavoro si propone di indagare le motivazioni che spiegano la limitata dimensione del fenomeno e di delineare le tendenze osservabili nel sistema, le criticità ravvisate dai fondi pensione e le prospettive di crescita future.

2. Tendenze, problematicità e prospettive

Il questionario è stato somministrato per via elettronica a un campione di 150

¹ Dal punto di vista terminologico, l'acronimo Sri (socially responsible investments) è stato sostituito da quello EsG (environmental, social, and corporate governance). Nel presente lavoro si utilizzerà pertanto tale acronimo.

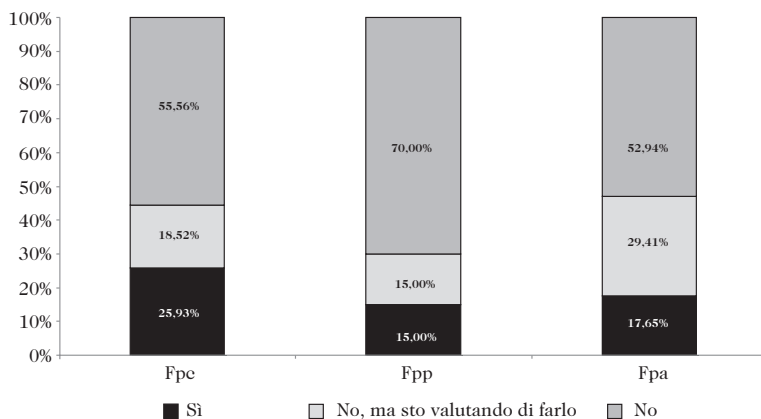
Fig. 1 - Questionari inviati e ricevuti

soġgetti costituito da fondi pensione chiusi, fondi pensione preesistenti, fondi pensione aperti, gestori e consulenti finanziari. Il tasso di risposta è stato pari, complessivamente, al 60%; il dato raggiunge valori prossimi al 70% nel caso dei consulenti e dei fondi negoziali.

Circa il 20% dei fondi pensione intervistati dichiara di investire secondo criteri Esg; il dato medio raggiunge il valore del 26% tra i fondi chiusi di nuova istituzione. Prendendo in considerazione i fondi che ancora oggi non applicano tali criteri nell'allocazione delle risorse finanziarie ma che stanno valutando l'opportunità di farlo in futuro, la percentuale sale al 40%; una prospettiva di crescita interessante per le masse in gestione, che potrebbe favorire una riduzione delle distanze con le dimensioni che il fenomeno ha assunto in altre realtà internazionali.

Le intenzioni dichiarate dai fondi non appaiono tuttavia coerenti con le aspettative di sviluppo: gli operatori si attendono una crescita moderata in circa il 65% dei casi. Tale incongruenza potrebbe essere ricondotta alle problematiche e alle barriere che i fondi pensione hanno dichiarato di ravvisare negli investimenti Esg e che potrebbero avere l'effetto di rallentare il processo di crescita del

Fig. 2 - Il fondo pensione include nelle proprie politiche di investimento considerazioni relative alle dimensioni Esg?

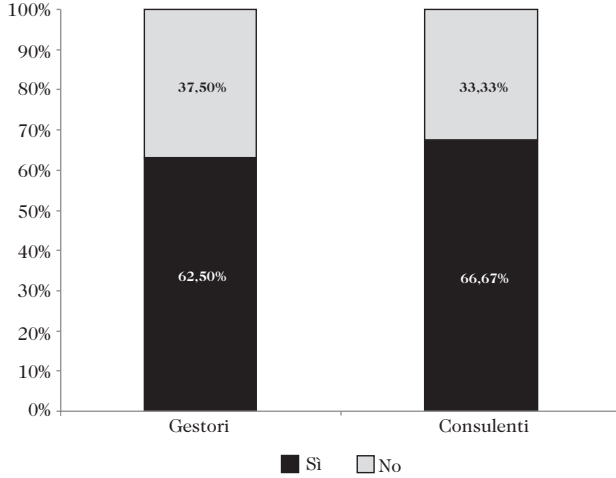


fenomeno. Come si avrà modo di analizzare nel prosieguo della trattazione, le criticità che l'investimento responsabile sembra porre ai fondi pensione sono soprattutto di natura economica (effetti sui rendimenti, complessità del processo di definizione dei criteri, costi,...), organizzativa e di governance (controllo della gestione e verifica della conformità delle scelte di portafoglio ai criteri prescelti, esercizio dei diritti di voto,...).

Particolarmente interessante è lo spaccato che emerge dalle risposte fornite dai gestori e dai consulenti. La misura secondo la quale tali soggetti adotterebbero criteri Esg nella definizione dell'asset allocation è più rilevante rispetto a quella dichiarata dai fondi pensione, soprattutto tra i gestori finanziari. La proposta di prodotti analoghi nell'ambito del risparmio gestito – e la conseguente maggiore *expertise* maturata in tale ambito – potrebbe spiegare, almeno in parte, la maggiore disponibilità a introdurre criteri Esg nell'allocazione delle risorse.

La compatibilità tra la valenza sociale del fondo e gli investimenti responsabili rappresenta uno dei fattori che maggiormente ha indirizzato i fondi pensione verso la decisione di investire il patrimonio secondo principi Esg. Gli investimen-

Fig. 3 - Se fosse un fondo pensione, inserirebbe considerazioni relative alle dimensioni Esg nei processi di investimento?



ti responsabili possono infatti consentire il perseguimento di obiettivi rilevanti dal punto di vista sociale, quali l'assunzione di un codice di condotta responsabile da parte delle imprese o l'adozione di un sistema di controllo sui rischi di natura extra finanziaria che possono avere un impatto rilevante sull'ambiente. L'approccio di investimento a lungo termine consente, inoltre, di instaurare con le società partecipate un rapporto più stretto, fondato su obiettivi strategici di lungo periodo. La riorganizzazione della gestione aziendale è, infatti, un processo tipicamente time-consuming, che necessita di orizzonti temporali di lungo periodo per il suo corretto dispiegamento.

Anche la sensibilità degli iscritti² nei riguardi degli effetti generati a livello sociale e ambientale dagli investimenti responsabili ha guidato i fondi pensione

² Le richieste degli aderenti hanno, come era ovvio attendersi, un peso maggiore tra i fondi chiusi e quelli preesistenti.

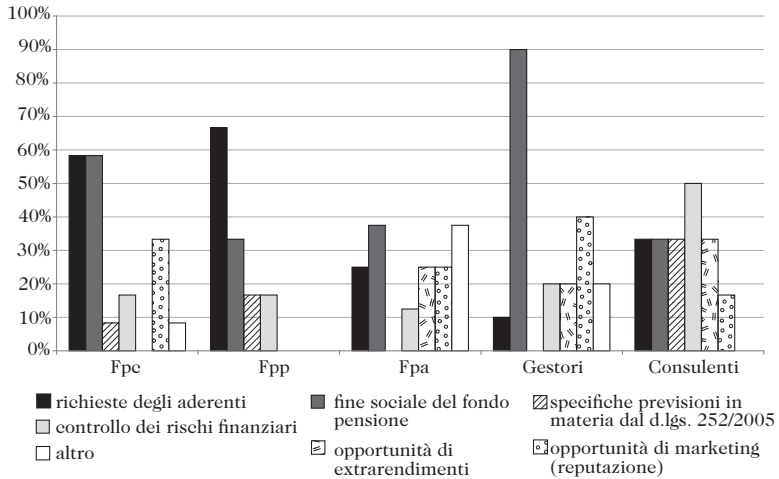
nella scelta di adottare principi Esg nell'allocazione delle risorse. Oltre ai rendimenti conseguiti, gli aderenti possono mostrare attenzione nei riguardi delle modalità attraverso le quali le risorse previdenziali sono investite. Se le richieste dei lavoratori rappresentano un driver nelle decisioni dei fondi, come rilevato dall'indagine, le prospettive di crescita del fenomeno potrebbero dipendere anche dalla misura in cui gli iscritti faranno proprie le istanze etiche, rendendo la responsabilità degli investimenti in senso ambientale e sociale una componente della domanda e un fattore critico di scelta del piano pensionistico.

La disclosure sui principi guida degli investimenti non sembra avere generato una maggiore sensibilizzazione dei fondi pensione sul tema, contrariamente a quanto auspicato da più parti. Come noto, sulla falsariga di quanto accaduto in altre realtà internazionali, il d.lgs. 252/2005 ha previsto l'obbligo per i fondi pensione di indicare «nel rendiconto annuale e, sinteticamente, nelle comunicazioni periodiche agli iscritti, se ed in quale misura nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio, siano stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali». Nonostante i nobili propositi, gli effetti di breve periodo della disposizione di legge sono apparsi anzitempo scontati, alla luce di quanto emerso dal dibattito, avviato nell'anno seguente all'approvazione del decreto, che ha riguardato, tra gli altri aspetti, l'interpretazione della congiunzione ipotetica «se» contenuta nel comma³.

Le ragioni dei fondi che non hanno adottato principi di investimento responsabili sono riconducibili all'obiettivo di massimizzazione dei rendimenti, sancito nel d.m 703/96, e alle difficoltà connesse alla definizione dei criteri.

³ Più fondi pensione hanno interpretato la disposizione di legge ritenendo che l'obbligo di rendicontare su criteri, modalità di investimento e risorse allocate dovesse vigere solo per i fondi che adottano principi Esg nella definizione all'asset allocation. L'interpretazione nasceva dalla volontà di evitare la conseguente distinzione tra fondi «buoni» e fondi «cattivi» sulla base della dichiarata introduzione di criteri Esg nelle scelte di portafoglio.

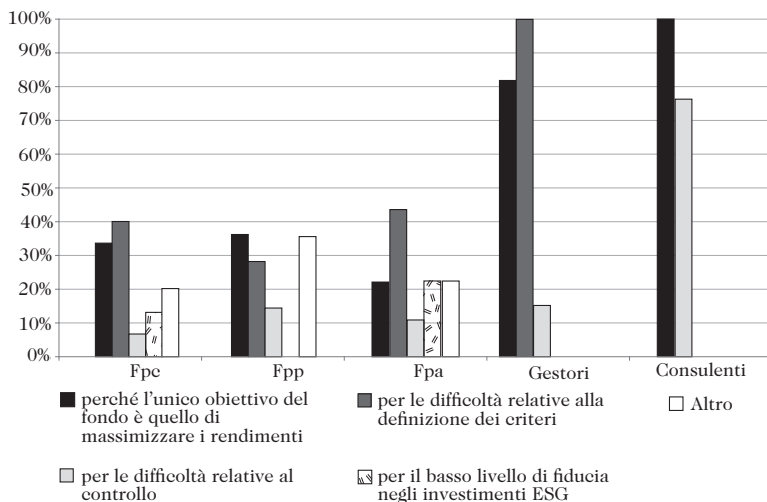
Fig. 4 - Perché il fondo pensione include o includerebbe nelle proprie politiche di investimento considerazioni relative alle dimensioni Esg?



Alla base della prima motivazione – particolarmente rilevante soprattutto per consulenti e gestori finanziari – vi è l’aspettativa che l’introduzione di criteri Esg possa deviare le politiche di investimento dal loro obiettivo principale e condurre alla definizione di un asset allocation subottimale. L’aspettativa di minori rendimenti è generalmente spiegata dal restringimento dell’universo investibile causato dall’applicazione dei criteri Esg. A ben vedere, tuttavia, tale effetto è generato, tipicamente, dall’adozione di un approccio di screening negativo che si concretizza nell’esclusione di settori e titoli che non rispettano i principi Esg cui è ispirata l’allocazione delle risorse. Le modalità di azionariato attivo e di engagement non producono tale effetto⁴; piuttosto, tali politiche manifestano maggio-

⁴ Lo stesso dicasi per i criteri positivi, in base ai quali vengono introdotti in portafoglio i titoli di quelle aziende che sono state in grado di distinguersi per la bontà dei codici di condotta adottati.

Fig. 5 - Perché il fondo pensione non include nelle proprie politiche di investimento considerazioni relative alle dimensioni Esg?



re efficace quando perseguite in contesti aziendali che non mostrano attenzione e riguardo ai temi della responsabilità sociale e che, in base all'adozione di criteri negativi, verrebbero esclusi dal portafoglio di riferimento. L'implementazione di politiche di investimento responsabili, attraverso modalità che impegnano in misura rilevante la governance del fondo, appaiono peraltro più coerenti con il ruolo di investitori istituzionali che compete ai fondi pensione.

Le difficoltà nella definizione dei criteri – l'altro aspetto che spiega la mancata adozione di un approccio di investimento responsabile – è da imputare alla complessità del processo di mediazione di istanze individuali fortemente differenziate. Per ovviare alle difficoltà poste dall'attività di sintesi, il mercato ha tentato di offrire soluzioni preconfezionate attraverso la costruzione di benchmark responsabili che definiscono l'universo investibile di riferimento alla luce di un set di criteri dichiarati. Tuttavia, anche l'individuazione di un benchmark etico

comporta, di fatto, una scelta⁵.

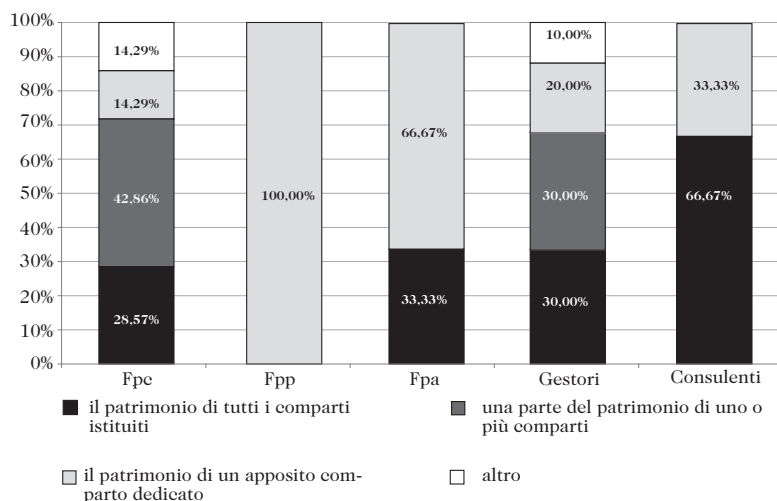
Le modalità di applicazione delle politiche Esg differiscono in funzione della tipologia di forma pensionistica. Tra i fondi chiusi prevale l'investimento di una quota parte del patrimonio di uno o più comparti; sono tuttavia presenti alcuni fondi che applicano i criteri Esg trasversalmente al patrimonio di tutte le linee. Tutti i fondi pensione preesistenti che realizzano investimenti responsabili hanno invece dichiarato di avere istituito un apposito comparto dedicato; tale è la scelta prevalentemente adottata anche dai fondi pensione aperti. I consulenti finanziari ritengono che il rispetto dei principi di responsabilità debba ispirare l'investimento non già di una quota parte delle risorse raccolte, quanto piuttosto di tutto il patrimonio del fondo pensione. L'atteggiamento assunto dai gestori lascia intravedere una mancata unità di posizione, non essendo nettamente prevalente la preferenza per una particolare modalità di gestione.

L'approccio di investimento prescelto dal fondo pone alcune rilevanti implicazioni. L'offerta di un unico comparto di investimento responsabile potrebbe presentare un'incoerenza tra il profilo di rischio/rendimento della suddetta linea e quello dell'iscritto che intende allocare le risorse nel rispetto dei principi Esg. Tale iscritto può scegliere, di fatto, di aderire all'unica linea a tal fine predisposta dal fondo pensione; i livelli di redditività e di rischio attesi che la caratterizzano potrebbero, tuttavia, non essere compatibili con quelli desiderati dall'aderente.

La predisposizione di un comparto dedicato si configura pertanto come una soluzione inefficiente. La volontà dell'iscritto di investire le risorse nel rispetto dei principi Esg appare infatti vincolata all'asset allocation della linea istituita. L'iscritto potrebbe inoltre aderire all'apposita linea senza un'adeguata comprensione dell'incongruenza tra i profili rischio/rendimento e, dunque, dei relativi effetti sull'accumulazione del risparmio previdenziale.

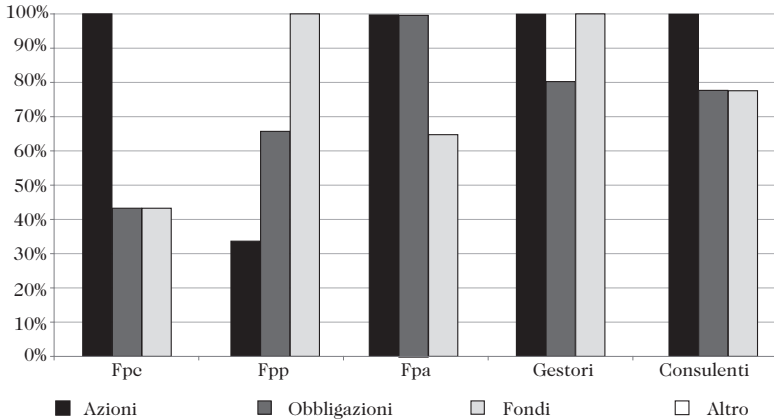
⁵ L'adozione di un benchmark tra quelli offerti dal mercato implica, infatti, l'adesione ai criteri in base ai quali l'indice prescelto è stato costruito.

Fig. 6 - Il fondo ha deciso di investire secondo criteri Esg...



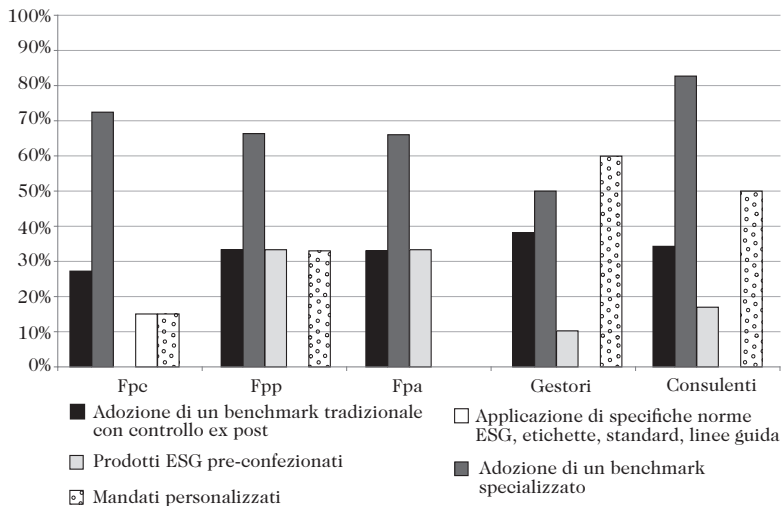
Oltre all'aspetto più tipicamente finanziario, la scelta di predisporre un'unica linea Esg – spiegata dai fondi con l'obiettivo di valutare, in un primo momento, la domanda degli iscritti e l'andamento degli investimenti per poi prendere in considerazione la possibilità di estendere l'applicazione dei criteri su tutto il patrimonio – può presentare criticità anche sul versante della comunicazione. Il riferimento è alla credibilità dell'iniziativa che, confinata alle risorse di un unico comparto di investimento, potrebbe essere letta come una possibile leva di marketing, utilizzata dal fondo per rendere più attraente la propria offerta di investimento. Il medesimo problema si ripropone anche nel caso in cui il fondo scelga di investire secondo principi Esg solo una quota parte del patrimonio.

Con riferimento alle classi di attività, si rileva che i fondi pensione chiusi tendono ad applicare i criteri Esg sugli investimenti azionari. Comportamento opposto è assunto dai fondi preesistenti, nei quali è osservabile la tendenza all'investimento in fondi Esg; contestualmente, appare residuale l'investimento nell'as-

Fig. 7 - Su quale asset class vengono applicati i criteri Esg?

set class azionaria da parte di tali fondi. I fondi pensione aperti sono la forma pensionistica che tende a investire utilizzando tutte le tipologie di strumenti finanziari. Medesimo comportamento pare supportato anche dai gestori e dai consulenti.

La strategia di investimento prevalentemente utilizzata dai fondi prevede l'adozione di un benchmark specializzato. Sono però presenti anche fondi che adottano un benchmark tradizionale e che esercitano in fase ex post un controllo sulla componente di rischio associata a una gestione controversa delle variabili Esg da parte delle imprese partecipate. I fondi che prevedono l'impiego di tale metodologia di analisi sottopongono il proprio portafoglio titoli a una valutazione del rischio in base a un set di criteri; i risultati del controllo sono poi oggetto di confronto con i gestori finanziari. Le informazioni sono quindi utilizzate per reindirizzare le linee guida della gestione. In realtà, la misura in base alla quale le indicazioni scaturite dal processo di valutazione orientano a una effettiva revisione delle scelte di natura tattica dipende dalle disposizioni contenute nel

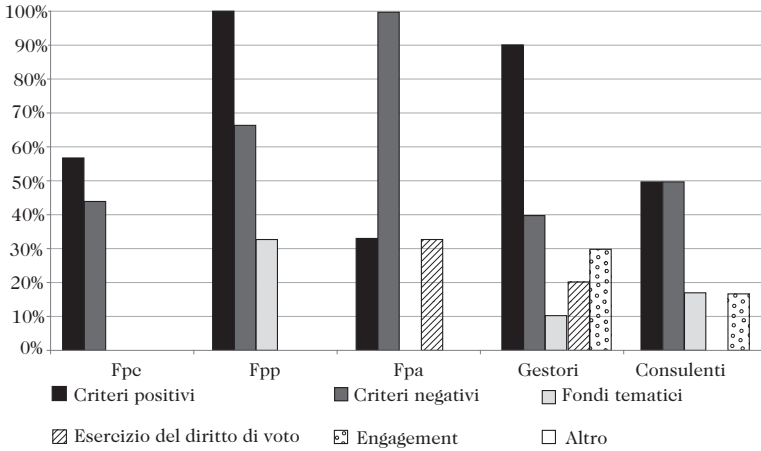
Fig. 8 - Quale strategia di investimento Esg è stata adottata?

mandato affidato in gestione. Ove i mandati prevedono forme di suasion esplicite e dirette nei riguardi dei gestori finanziari, le richieste del fondo pensione dovrebbero trovare seguito nelle decisioni di investimento dei gestori finanziari⁶.

La definizione di un mandato personalizzato è l'approccio prevalentemente promosso dai gestori finanziari, ed è probabile conseguenza dell'esperienza mutuata nell'ambito del risparmio gestito con l'offerta di prodotti che possono prevedere un grado di customizzazione più o meno elevato. I consulenti condividono la scelta dei fondi pensione di adottare benchmark specializzati; una quota comunque rilevante ritiene che la definizione di mandati personalizzati sia l'approccio gestionale da seguire.

Quanto alle modalità attraverso le quali viene effettuato l'investimento, i fondi pensione tendono ad applicare lo screening positivo e negativo. Gli approcci più

⁶ Tale attività risulta più complessa nel caso in cui il controllo ex post venga predisposto con mandati gestionali già in essere.

Fig. 9 - In base a quali modalità viene effettuato l'investimento secondo criteri Esg?

complessi a livello gestionale (esercizio del diritto di voto, engagement) – ma probabilmente più efficaci dal punto di vista delle esternalità generate a livello sistemico – appaiono ancora difficilmente implementabili nel contesto previdenziale italiano. In prospettiva, tuttavia, la maturità che il settore sarà in grado di acquisire, congiuntamente alla maggiore rilevanza delle masse in gestione, dovrebbe condurre i fondi a confrontarsi con maggiore attenzione su questi delicati aspetti.

3. Conclusioni

I dati raccolti ritraggono un settore che non è ancora riuscito ad approcciare il tema degli investimenti Esg con un atteggiamento sufficientemente propositivo, nonostante l'indubbia coerenza con la finalità sociale di cui sono portatori i fondi pensione. Il contesto legislativo di riferimento non pone particolari vincoli all'investimento Esg: il d. lgs. 252/2005 ha adottato le medesime misure

di disclosure sul tema applicate in altri paesi nei quali i fondi pensione sono i più attivi, tra gli investitori istituzionali, nell'allocare risorse secondo principi di responsabilità sociale e ambientale. La specifica previsione in materia non pare però aver sortito gli effetti sperati.

Altri sono, quindi, i fattori ai quali è possibile ricondurre le motivazioni di tale fenomeno. Alcuni sono strettamente legati alle peculiarità del nostro sistema (giovane età, difficoltà associate al superamento della fase di start-up, contenute masse in gestione), altri, invece, sono tipicamente connessi alle problematiche ravvisate dai fondi pensione nell'investimento Esg (effetto sui rendimenti, scelta dei criteri, definizione dell'asset allocation strategica,...). Le prospettive di crescita del fenomeno nel breve-medio periodo appaiono condizionate soprattutto da questi ultimi fattori, data la natura sistemica dei primi.

Le esperienze osservate all'estero (cfr. Dal Maso in questo lavoro) evidenziano come non sia impossibile trovare una risposta alle problematiche poste dall'investimento responsabile e che l'individuazione delle soluzioni poi adottate non sia affare riguardante solo una nicchia del mercato, come accade in Italia. In particolare, l'insegnamento più forte che traspare da realtà in cui l'Esg è maggiormente radicato è che il risultato sarà necessariamente costituito da soluzioni univoche se il set di modalità con cui gli operatori affrontano il tema è ristretto. Soltanto pensare responsabilmente e argomentare la materia fuori da ogni pregiudizio o schema di sorta potrebbe invece suggerire modi alternativi verso cui muoversi.

Il mercato ha proposto al riguardo soluzioni – in grado di favorire una riduzione delle aree di criticità attualmente riscontrate – che un'elevata percentuale dei fondi pensione ha fatto propria. Tuttavia, la definizione di un prodotto standardizzato può non essere sufficiente; permangono infatti atteggiamenti ritrosi che sembrano essere provocati da una scarsa educazione sul tema. L'esplorazione di percorsi alternativi sembra pertanto necessitare anche di un importante cambiamento culturale.

Per una crescita delle masse in gestione, appare quanto mai necessario promuovere iniziative di formazione e informazione sulle modalità attraverso le quali è possibile allocare le risorse nel rispetto dei principi di responsabilità sociale, favorendo quindi l'assunzione di un approccio più consapevole alle problematiche e libero dai pregiudizi e dai preconcetti maturati da un'inadeguata conoscenza.

INVESTIMENTI ETICI O SOCIALMENTE RESPONSABILI

Fabio Ortolani - Presidente Fondo Cometa

L'argomento degli investimenti socialmente responsabili, dei criteri Esg (funzionamento societario che tiene conto del rispetto sociale ed ambientale) integrato con le politiche di investimento, è da molto tempo all'attenzione dei soggetti responsabili, di ogni ordine e grado.

Parallelamente, la regolamentazione degli strumenti finanziari e in particolare degli OIVCM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari), continua ad essere, nell'Unione europea, oggetto di studio ed approfondimento al fine del raggiungimento di un'armonizzazione che consideri l'autorizzazione rilasciata dallo Stato di origine come passaporto valido per tutti gli Stati. Queste brevi considerazioni, mi sono utili, per illustrare le posizioni emerse nel corso della mia esperienza alla guida del fondo pensione complementare Cometa.

A tale proposito giova sottolineare che la complessità del fondo ha alimentato in molti anni un dibattito approfondito che ha coinvolto tutte le parti sociali costitutive del fondo portatrici di convinzioni a volte opposte, ma suscettibili di apprezzamento se viste in un'ottica di parte.

È stato necessario segmentare, chiarire e a volte mediare sulle singole convinzioni, per far intendere ai sostenitori delle diverse tesi che l'introduzione di criteri etici e/o socialmente responsabili non doveva essere vista come, ad esempio, la vittoria dei pacifisti sull'industria delle armi o aeronavale o viceversa come la vittoria dell'industria sui portatori di tesi pacifiste o sul disarmo.

È stato necessario quindi curare le condizioni per il rispetto delle parti costitutive del fondo, portatrici di interessi (soci aziende e soci lavoratori) per aprire la strada a riflessioni senza pregiudizi.

Un primo passo, in tal senso, fu fatto sotto la Presidenza Ceccardi (attuale Pre-

sidente di Federmeccanica) attraverso uno studio presentato al C.d.A. che convenne sulla necessità di approfondire il tema, per poi arrivare ad un'analisi di sostenibilità che, attraverso indici etici o indici socialmente responsabili, potessero contribuire al miglior rendimento possibile degli Andp (attivi netti destinati alle prestazioni) dei nostri aderenti.

Ripresa poi la questione, durante l'ultimo anno dal rinnovato C.d.A., ha di fatto concluso un iter e gettato le basi per attuare, con tutte le gradualità possibili, un disegno di investimenti sostenibili anche per Cometa, ove la copresenza di industria delle armi, aeronavali e metalchimiche e molte altre, indicate come non etiche, rappresenta un fattore insormontabile.

Prima di giungere a questo primo, minimo risultato di cauta apertura, dovremo esaminare le motivazioni per le quali le pratiche socialmente responsabili sono ancora poco attuate in Italia e in Europa.

Innanzitutto, a mio avviso, occorrerebbe non più associare la terminologia di *etico* a questo particolare mercato poiché il concetto stesso di etico porta in sé l'esclusione che non è possibile praticare in assoluto e trova l'immediata difficoltà, sia dell'investitore finanziario-previdenziale, che delle imprese.

A tal proposito basta pensare che nel fondo Cometa, come in molti altri fondi, esistono decine di industrie produttrici di sistemi considerati *non etici* (da coloro che sostengono tali tesi), per capire che sarebbe impossibile far passare il concetto dell'esclusione delle imprese che producono questo genere di sistemi, dal novero degli investimenti.

Viceversa, pensare alla terminologia «investimenti socialmente responsabili», fa supporre che laddove ne ricorrano le possibilità, a parità di rendimenti, si possa ragionevolmente pensare a privilegiare investimenti in attività nelle quali le aziende attuano comportamenti di responsabilità sociale nella costruzione del bene e ciò a tutto vantaggio del benessere economico dell'impresa, della cittadinanza e dell'investitore istituzionale fondo pensione.

In sostanza, la domanda che ci siamo posti è: «Questo tipo di investimento può essere utile ai fondi pensione?»

La risposta che potremo fornire è legata alle motivazioni culturali che possediamo, sempre che queste abbiano il sopravvento sui pregiudizi negativi che hanno fino ad oggi caratterizzato il tipo di approccio a queste scelte finanziarie.

In buona sostanza non dovremo più temere che gli investimenti socialmente responsabili siano sottoperformanti, rispetto a quelli classici ritenuti dai più, maggiormente remunerativi.

Un esempio di quanto detto ci viene dal caso Fiat e da come quest'azienda, avendo adottato nel tempo investimenti in tecnologie avanzate ed ecologicamente sostenibili, sia stata scelta dall'amministrazione degli Usa quale partner della grande industria automobilistica Chrysler. Un'alleanza che ha portato l'investimento in titoli della Fiat ad un livello decisamente interessante rispetto al passato.

Tralasciamo qui altre motivazioni di carattere politico-sindacale che al contrario caratterizzeranno l'investimento della società a Termini Imerese, in Sicilia.

La riflessione che abbiamo sostenuto in Cometa si è materializzata, grazie all'aiuto degli indici specializzati (SRI) che ci hanno permesso di valutare la criticità di titoli ed emittenti attraverso una metodologia di allarme incentrata sulle rilevazioni dei comportamenti «socialmente responsabili» delle Direzioni delle aziende emittenti.

Cometa, infatti, durante la crisi ha potuto apprezzare la validità di tali indici e degli allarmi che, via via, ci furono segnalati sia nel periodo più acuto della crisi economica mondiale che nelle fasi che l'hanno preceduta; una validità confermata dalle nostre osservazioni interne attraverso i nostri esperti finanziari.

È per tale ragione che il fondo Cometa ha chiesto ai potenziali futuri Gestori, nella gara in atto per l'affidamento del proprio patrimonio, di indicare (propri o utilizzabili) indici SRI da valutare al momento dell'aggiudicazione nelle sue linee concordate.

Circa dodici anni fa partecipai, in veste di Segretario Confederale della Uil, ad un seminario promosso da Banca Etica presso la sala convegni della Confcooperative, nel quale fu dibattuta la questione dei bilanci sociali delle imprese e di come questa prassi potesse essere generalizzata.

Si sosteneva infatti che se fosse stata adottata avrebbe potuto contribuire a restituire fiducia agli investitori, agli ecologisti, ai cittadini e fiducia nelle pratiche osservate volontariamente dalle imprese che, dal (e nel) profitto traevano la loro forza per il rispetto di tutte le regole; per il lavoro, l'ambiente, la salute, e soprattutto le regole dell'etica, intesa come missione.

Molte aziende, da allora in Italia e nella Ue, hanno adottato il sistema dei bilanci Esg (rispetto dei criteri sociali ed ambientali) ma ancora troppe si domandano se queste prassi possano costituire un problema per la loro sopravvivenza a causa della concorrenza che non tiene conto di questi fattori, in un mercato globalizzato nel quale si scontrano due concezioni del sociale.

Io, che credo fermamente in questo sistema, penso che occorrerebbe convincere il sistema delle imprese europee a formalizzare i loro bilanci improntandoli ai criteri sociali, accompagnando questa scelta con una mirata campagna di informazione dell'opinione pubblica affinché questa possa premiare soprattutto quei mercati e quei prodotti certificati da bilanci trasparenti e rispettosi delle regole sociali.

In questo modo sarebbe più semplice attuare quelle scelte di mercato finanziario attualmente in grave ritardo.

**ESPERIENZA DI PENSPLAN INVEST SGR S.p.A. NELLA GESTIONE DELLA LINEA AEQUITAS
DEL FPA PENSPLAN PLURIFONDS**

Michel Thomas e Armin Weissenegger - PensPlan Plurifonds

Dopo sei anni di esperienza nella gestione tradizionale del Fondo Pensione Aperto PensPlan Plurifonds, articolato in cinque comparti aventi vari livelli di rischio, la Società istituttrice ITAS Vita S.p.A. e la PensPlan Invest SGR S.p.A., in veste di gestore, hanno deciso, con l'aiuto di Etica SGR, di offrire un comparto etico.

A seguito del successo delle cinque linee esistenti, onde poter meglio soddisfare le esigenze degli aderenti, le parti coinvolte, dopo analisi approfondite, hanno istituito una linea di investimento che prende in considerazione diversi aspetti della responsabilità dell'emittente rispetto agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio.

Nell'attività di asset management la sensibilità per le tematiche etiche non è solamente frutto degli avvenimenti degli ultimi anni, ma vanta radici ben più lontane. Le chiese anglosassoni e tedesche, i fondi pensione, i sindacati ecc. seguono tutti questo approccio già da molti decenni con successo.

Da parte della popolazione, l'offerta di una linea etica suscita grande interesse, che proviene anche da vari enti quali le associazioni dei consumatori. All'interno della Regione Trentino-Alto Adige, ma anche a livello europeo, si registra una tendenza a tentare di ritornare ad uno spirito più «nobile» anche nel mondo della finanza come conseguenza di crisi e scandali vissuti dalla popolazione. A tale proposito si è altresì osservata sia la creazione di banche non basate sull'usuale modello di ottimizzazione dei profitti e di istituti finanziari che mettono al centro della loro operatività anche aspetti etici, sia la diffusione del modello «microcrediti». Parimenti si sta manifestando sempre più palesemente una reazione contro ogni forma di violenza/guerra assieme ad un tentativo di salvaguardare l'ambiente.

Tutto ciò ha favorito la nascita di un comparto etico. La collaborazione con ITAS i cui Consigli d'Amministrazione hanno deliberato l'adozione di un codice etico (sottolineando quindi valori quali correttezza, lealtà e trasparenza), ha reso possibile il coinvolgimento di Banca Etica e della sua SGR. In tale ambito/modello Etica SGR stila un universo investibile che contiene Stati e società che hanno superato il test «etico».

L'istituzione di tale nuova linea dichiaratamente etica non ha incontrato ostacoli, al contrario, ha trovato sostegno. Prima della creazione della stessa, PensPlan Invest ha effettuato ricerche nell'ambito della finanza etica allacciando contatti con varie società, come ad esempio la Cassa Rurale di Bolzano, istituto molto attivo (con successo) nel mondo Ethical Banking.

Dal nostro punto di vista creare performance a favore degli aderenti rimane cruciale e da questo punto di vista l'aspetto etico non ha penalizzato il nostro lavoro di portfolio manager. Abbiamo potuto pertanto osservare che la teoria secondo la quale investimenti SRI risultino meno redditizi, non sia applicabile al caso del comparto AeQUITAS.

Siamo convinti che questo tipo di gestione in futuro diventerà sempre più importante anche considerando come la crisi finanziaria 2007-2009 abbia portato alla luce l'insoddisfazione degli investitori in relazione alla presenza, nei portafogli tradizionali, di aziende deludenti non solo con riferimento alla performance ma anche ai settori oggetto delle operazioni di tali aziende. Settori spesso molto discussi.

Particolare attenzione viene prestata, tra l'altro, ai seguenti indicatori per l'analisi della responsabilità sociale delle imprese e degli organismi sovranazionali:

- **Ambito sociale** (qualità dei rapporti di lavoro, pari opportunità, rispetto dei diritti umani);
- **Ambito ambientale** (impatto dei prodotti e della produzione, sistema di gestione ambientale);

– **Ambito della governance** (modello di governance, trasparenza, gestione dei rischi).

Per quanto riguarda gli strumenti finanziari di tipo obbligazionario emessi o garantiti da Stati vengono presi in considerazione, tra gli altri, gli indicatori illustrati di seguito, escludendo a priori i Paesi retti da regimi dittatoriali o coinvolti in gravi violazioni dei diritti umani.

– **Ambito sociale** (spesa pubblica per istruzione e sanità, lavoro minorile, accesso all'acqua ed alle cure mediche, Indice di Sviluppo Umano);

– **Ambito ambientale** (emissioni inquinanti, energia da fonti rinnovabili, qualità delle acque, aree naturali protette, deforestazione);

– **Ambito della governance** (diritti politici, pena di morte, percezione della corruzione);

– **Altri fattori** (spese militari, produzione di energia nucleare, assistenza ufficiale allo sviluppo).

La selezione degli emittenti dei titoli viene effettuata attraverso la consulenza di un intermediario abilitato a prestare tale servizio e specializzato nella ricerca sulla responsabilità sociale ed ambientale degli emittenti. Questo ruolo viene ricoperto da Etica SGR che si avvale di vari consulenti esperti e riconosciuti.

Dal punto di vista del gestore PensPlan Invest, lo *stock picking* per le due asset class principali necessita dello stesso lavoro intenso di ricerca e monitoraggio del portafoglio. Auspichiamo che l'universo investibile etico in futuro si possa ampliare sempre più al fine di poter offrire una diversificazione ancora più am-

	Rendimento del Fondo	Rendimento del Benchmark	Patrimonio	Numero aderenti
Dal 30/04/2007	0,72%	-1,10%	1.060.938 €	492
2008	-1.63%	-8.77%	2.608.199 €	669
2009	9.46%	9.11%	5.205.847 €	850
Rendimento medio annuo	+3.09%	-0.59%		

pia sia in termini geografici che settoriali.

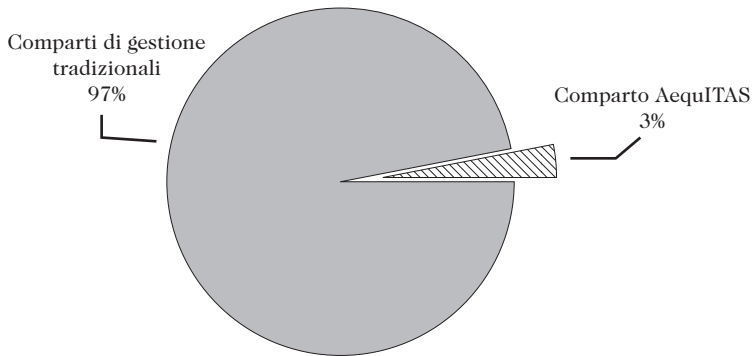
Il benchmark indicato nella tabella è costituito per un 30% dall'indice «MSCI World (convertito in Euro)» e per un 70% dal «Citigroup European Government Bond Index». La tabella evidenzia che un portafoglio etico è in grado di battere un indice di riferimento tradizionale e sottolinea la bontà della filosofia di gestione di PensPlan Invest che unisce l'analisi top-down con la ricerca bottom-up ai fini della costruzione di un portafoglio. Il costante monitoraggio dei mercati finanziari principali, in combinazione con un'intensa attenzione verso i portafogli, crea poi il buon esito.

Delle sei linee del FPA PensPlan Plurifonds la linea AequITAS è quella di più recente istituzione essendo nata ad aprile 2007. Ciò viene rispecchiato anche dal peso che il comparto assume all'interno del Fondo Pensione, come si evince dal grafico a pagina seguente.

Nonostante l'attuale peso ridotto della linea AequITAS nei confronti delle altre cinque linee, nate tra il 1999 e 2001, la linea etica può comunque essere considerata un successo. Analizzando i numeri della previdenza complementare all'interno della Regione Trentino Alto Adige, anche AequITAS potrà vedere un futuro roseo.

Come altri attori sul mercato PensPlan Invest è dell'opinione che si registrerà un continuo interesse per gli investimenti socialmente responsabili nelle sue varie forme. Questo ottimismo si fonda sulla tendenza manifestatasi a livello globale a favore di una maggiore sensibilità verso tematiche ambientali e sociali. Tale attenzione trova riscontro in una dichiarata soddisfazione da parte degli investitori con riferimento all'indirizzo verso strumenti appropriati che viene dato alle masse in gestione; gli investitori, al contempo, tendono a seguire con maggiore attenzione lo sviluppo e gli investimenti del comparto, proprio in virtù della tipologia dello stesso.

Riteniamo che il settore ISR possa continuare in futuro ad offrire una grande



gamma di possibili strumenti di investimento legati a settori quali alimentazione, trasporti, energia, salute, servizi ecc. Conseguentemente potranno non solo affluire maggiori patrimoni verso i suddetti settori, ma sarà resa possibile la creazione di nuove opportunità di investimento.



Con oltre 15 miliardi di euro in gestione **Dexia Asset Management** è uno dei leader in Europa nel campo degli Investimenti Sostenibili e Responsabili (ISR). Dexia Asset Management, all'avanguardia in quest'ambito, ha lanciato i primi fondi ISR nel 1996. Dal 1996, la gestione ISR è affidata ad un team specializzato. Il costante consolidamento di questa squadra ha consentito di ampliare la gamma di prodotti. Nel corso degli anni il team ha condotto numerose ricerche sui legami tra i criteri ISR e la performance a lungo termine. Questi studi, volti a stabilire l'importanza di un controllo efficace dei rischi e di una costruzione del portafoglio specifica, hanno costituito la base di una costante ottimizzazione del processo.

Dal 2004, Dexia Asset Management ha scelto di impegnarsi ancor più a fondo nel campo degli investimenti ISR, portando al proprio interno l'analisi extrafinanziaria, affidata a un team creato appositamente all'inizio del 2005. Il team ha il compito di condurre le analisi sulla responsabilità sociale delle aziende, dei governi e degli enti sovranazionali i cui titoli sono utilizzati nella gestione ISR. Ad oggi Dexia Asset Management ha una quota di mercato pari al 7% dei fondi europei aperti ISR, 16.1 miliardi di euro in attivi ISR, 20 professionisti dedicati agli ISR e oltre 20 fondi in tutte le classi di attivi. Il processo fa ricorso a filtri sia ISR sia finanziari e a uno specifico metodo di controllo del portafoglio, destinato a eliminare qualsiasi orientamento verso uno stile di gestione specifico (value, growth, small e large cap); la gestione è di tipo attivo. Dexia Asset Management è in grado di offrire la sua esperienza nella gestione dei portafogli ISR in tutte le principali classi di attività finanziarie (azioni, obbligazioni, strumenti monetari).



Unipol Gruppo Finanziario SpA, holding di partecipazioni e servizi quotata in Borsa, opera nel settore assicurativo (con UGF Assicurazioni, nata il primo febbraio 2009 dalla fusione tra Unipol ed Aurora, con Linear, UniSalute, Navale), della bancassicurazione (con BNL Vita e, da fine giugno 2010, con le società Arca Vita ed Arca Assicurazioni del Gruppo Arca) e nel comparto bancario (con UGF Banca, UGF Merchant, UGF Leasing, UGF Private Equity, Unipol Fondi e Unicard).

Il Gruppo UGF (prima con il marchio «Unipol Assicurazioni» e dal 2009 con il marchio «UGF Assicurazioni») ha sempre avuto un'attenzione particolare per la gestione delle forme di previdenza complementari, soprattutto di tipo collettivo. Ad oggi, UGF Assicurazioni si posiziona tra i primi gestori di fondi pensione «negoziali», sia in termini di quota di mercato sulle masse gestite, sia in termini di numero di mandati di gestione (26, di cui 15 per gestioni «garantite») e circa 2 miliardi di euro di patrimoni in gestione.

Nel 2009 UGF Assicurazioni si è vista confermare fino al 2020 la gestione di due terzi del patrimonio del comparto garantito del principale fondo pensione italiano per dimensioni, aderenti e masse gestite: il Fondo Cometa, operativo dal 2000 e dedicato ai lavoratori del settore metalmeccanico, con quasi 500.000 iscritti.

Oltre a continuare a gestire numerosi fondi pensione cosiddetti «preesistenti» (cioè istituiti prima del D.Lgs 124/1993), UGF Assicurazioni propone quattro fondi pensione aperti, che a fine 2009 hanno raggiunto un patrimonio complessivo di 210 milioni di euro e circa 21.000 aderenti, nonché due piani individuali pensionistici (PIP) con 4.000 iscritti. Il fondo pensione aperto Unipol Insieme comprende inoltre da anni una linea etica, costruita nell'ottica di realizzare un equilibrio tra la logica sociale e la logica economica.



Il **Gruppo Vontobel** offre uno straordinario connubio tra la tradizione di una banca privata svizzera indipendente e la forza innovativa di un gestore patrimoniale attivo su scala internazionale. Il business model integrato, con le tre divisioni di Private Banking, Investment Banking e Asset Management, garantisce un'efficace ed efficiente combinazione di know-how e risorse – a vantaggio dei nostri clienti e dei nostri partners.

Ogni giorno, in tutto il mondo, oltre 1400 collaboratori gestiscono e controllano costantemente i patrimoni affidati al nostro istituto, osservando con attenzione i mercati finanziari e gli sviluppi mondiali. Nelle 19 sedi internazionali – dal centro di Zurigo fino a New York e Dubai – i nostri specialisti sono impegnati a captare i nuovi trend e a rispondervi con prodotti e strategie innovative.

Grazie all'operato da sempre orientato al valore e al lungo termine, siamo un partner competente e credibile in materia di investimenti etici. Offriamo ai nostri clienti soluzioni di investimento di prim'ordine, come mandati di gestione patrimoniale, fondi comuni e prodotti strutturati, che si basano su valori di sostenibilità.

Nella scelta delle aziende socialmente responsabili, collaboriamo con partner qualificati e ponderiamo con attenzione i rischi e le opportunità specifici di ogni singola azienda.

I criteri di investimento vanno oltre gli aspetti puramente finanziari e includono aspetti quali il rispetto degli standard ambientali, il livello di interazione con gli stakeholders e di corporate governance, creando extra valore e catturando al meglio il potenziale di rendimento nel lungo termine. I principi che guidano il nostro modello di condotta sostenibile sono radicati nella nostra mission aziendale e nelle nostre linee guida sulla sostenibilità.

Finito di stampare
nel mese di luglio 2010
presso la tipografia Litografia Principe Sas
via Edoardo Scarfoglio, 28 - 00159 - Roma