



UNIVERSITÁ DEGLI STUDI DELL'INSUBRIA
FACOLTÁ DI ECONOMIA

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
IMPRENDITORIALITÁ E MANAGEMENT INTERNAZIONALE
MANAGEMENT DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI FINANZIARI

LE VALUTAZIONI ESG
(Environmental, Social e Governance)
NELLE DECISIONI DI
INVESTIMENTO

Tesi di Laurea di Marco Tenconi

Matricola 717579

Relatore: Prof.ssa Rossella Locatelli

Anno Accademico 2012/2013

Indice

	pag.
Introduzione	5
1. Gli indicatori della sostenibilità	
1.1. Il concetto di sostenibilità	15
1.2. Il rating etico	27
1.2.1. L'attività di <i>screening</i>	36
1.2.2. La fase di <i>engagement</i> e lo <i>shareholder advocacy</i>	41
1.2.3. I limiti del rating etico	47
1.3. Gli indici di responsabilità sociale	49
2. Le metodologie di misurazione e definizione	
2.1. La <i>content analysis</i>	53
2.2. Il metodo “ <i>sustainable value</i> ”	62
2.3. Il modello V.A.R.I di Banca Etica	71
2.4. La metodologia di Vigeo	79
3. L'utilizzo delle valutazioni	
3.1. Il rating etico nel processo di <i>asset allocation</i>	83
3.1.1. La fase di analisi	87
3.1.2. La fase di <i>engagement</i>	98
3.1.3. L'attività di <i>proxy voting</i>	99
3.2. La frontiera della performance	100
Conclusioni	111
Bibliografia e siti web di riferimento	115
Ringraziamenti	122

Introduzione

Il 15 settembre del 2008 la banca d'investimento americana *Lehman Brothers* annunciava l'intenzione di avvalersi dell'articolo 11 del *Bankruptcy Code* statunitense, scatenando il panico sui mercati finanziari e contribuendo ad aggravare irrimediabilmente l'allora già instabile situazione economica mondiale. Il giorno successivo le principali piazze di scambio reagirono "bruciando" circa 125 miliardi di dollari di capitalizzazione, in Europa, e 700 miliardi di dollari a Wall Street; l'indice Dow Jones chiuse con l'allora sesta peggiore seduta della storia con il risultato di -4,4%; il Nasdaq ottenne un -3,6% e lo S&P 500 registrò una perdita pari -4,7%.¹

Molte sono state le conseguenze negative di questo tracollo e molte di esse non sono ancora del tutto definitivamente superate; tuttavia, nonostante possa sembrare un paradosso, la crisi economica idealmente iniziata in questa data, ha comportato anche delle opportunità. E' il caso della valorizzazione e del crescente rilievo attribuito ai temi della cd "finanza etica" e dei comportamenti responsabili nell'attività finanziaria che, dalla crisi, hanno ricevuto la spinta propulsiva necessaria ad allargare la propria platea di interessati e ad ottenere l'attenzione degli operatori del settore. Come affermato da Di Turi (2010) infatti, la crisi *"ha evidenziato un vasto e profondo bisogno di etica in economia e (...) sembra aver segnato una svolta nell'avanzata di quel modo di intendere la finanza che fa del richiamo a precisi principi e valori la propria ragione di esistere"*.²

Preliminare a qualsiasi argomentazione a supporto, è la necessità di fornire alcuni chiarimenti terminologici: con l'aggettivo "etico" si fa solitamente riferimento a investitori che, sulla base di considerazioni proprie, decidono di estromettere business controversi come, ad esempio, la produzione di armi. Di contro, con "socialmente responsabile (SRI)" si suole indicare *"un insieme di valori oggettivi, universalmente*

¹ Veronese Luca, (2008), *Europa e Wall Street, bruciati 825 miliardi \$*, in "Il Sole 24 Ore" del 16/09/2008, disponibile all'indirizzo:

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09/europa-wall-street-miliardi.shtml?uuid=8829f8c8-83b6-11dd-9b5f-5e35718ae62d&DocRulesView=Libero>

² Di Turi Andrea, (2010), *La finanza etica alla riscossa. Boom con la crisi*, in "Avvenire" del 04/09/2010 – pag. 6

condivisi, che non esclude a priori determinati settori di investimento".³ A tali espressioni si aggiungono, a partire dalla metà del 2000, l'acronimo ESG (*Environmental, Social e Governance*), i termini "finanza sostenibile" ed "extra-finanziario" e la locuzione francese "*développement durable*".⁴ Tuttavia, pur avendo significati parzialmente diversi, la prassi operativa e i media sono soliti considerare intercambiabili, per semplicità, le diverse diciture; per questa ragione il presente lavoro utilizzerà queste ultime considerandole esplicative di un orientamento generalizzato verso l'uso di criteri di comportamento eticamente caratterizzati.⁵

Tornando alla questione relativa alla valorizzazione della finanza etica a seguito della crisi finanziaria, si deve osservare, in prima battuta, una crescente fiducia degli investitori nei fondi comuni di investimento gestiti secondo questi principi, provata da un significativo incremento del numero di essi; tra il 2008 e il 2009 il numero di fondi etici sul mercato europeo ha registrato il maggior incremento dal 2001 con un +27%, seguito, nell'anno successivo, da un ulteriore incremento significativo del +29%. Negli Stati Uniti invece, i capitali investiti in maniera "responsabile" sono, tra il 2009 e il 2012, triplicati, passando da 200 a 600 milioni di dollari.⁶

La maggiore fiducia degli investitori non deriva da una improvvisa "presa di coscienza" degli operatori, ma trova le proprie radici in un numero considerevole di studi e ricerche che hanno dimostrato come un accurato processo di istruttoria ESG sia in grado di "*individuare, oltretutto con anticipo, quei fattori di rischio che l'analisi tradizionale non può cogliere, mettendo quindi più al riparo chi investe. E che aziende con*

³ Capello Federico, (2011), *Attori e strumenti nella sostenibilità d'impresa*, dissertazione di Laurea, Università degli Studi di Torino – Facoltà di Economia

⁴ Di Turi Andrea, (2013), *Informazione e SRI: le principali difficoltà nel veicolare il messaggio della finanza sostenibile SRI e responsabile al grande pubblico*, in "Dal Maso Davide, Fiorentini Giorgio, (2013), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Egea, Milano" – pag. 245-248

⁵ Si veda nota precedente. L'autore porta a giustificazione dell'intercambiabilità dei termini, l'utilizzo di "etica" nei grandi eventi dedicati alla finanza "socialmente responsabile" e nel portale di Borsa Italiana. La questione viene riassunta con l'espressione "*dire finanza etica è fondamentalmente scorretto o comunque molto approssimativo, ma arriva. Mentre SRI è corretto, ma non arriva*".

⁶ Per il dato europeo si veda Vigeo, (2012), *Green, Social and Ethical Funds in Europe – 2012*, pag. 6. Per il dato statunitense si veda invece Famiglia Cristiana, (2012), *Un'altra finanza è possibile*, (modificato il 30 aprile 2012; consultato il 5 settembre 2013), disponibile all'indirizzo: <http://www.famigliacristiana.it/articolo/un-altra-finanza-e-possibile.aspx>

*performance di sostenibilità migliori hanno più probabilità di riuscire a fronteggiare fasi negative”.*⁷

Un primo esempio è rappresentato da una ricerca del 2010 condotta da tredici Università europee che misura l'extra rendimento delle gestioni socialmente responsabili su un campione di 3000 imprese quotate a Wall Street a confronto con le 400 appartenenti all'indice “etico” Domini (ora denominato *Ftse Kld 400 Social Index*). Dai risultati emerge come nel già citato 15 settembre 2008, le società responsabili abbiano guadagnato mediamente lo 0,8% in più rispetto all'indice S&P500 o l'1,2% se si considerano anche gli effetti dell'andamento borsistico dei giorni successivi. Dal lavoro si evince inoltre come anche la sola appartenenza alla categoria di imprese “etiche” abbia generato una sovra-performance dello 0,2% per ogni punto di maggiore affidabilità sociale.⁸

Argomentazioni a supporto provengono inoltre da una ricerca condotta dalla società di rating e consulenza ECPI al momento dell'epicentro della crisi finanziaria; Nel grafico 0.1 è possibile osservare come l'applicazione di un rating socialmente responsabile alle imprese che costituiscono l'indice statunitense S&P500, avrebbe ridotto le perdite di oltre otto punti percentuali.⁹ Tale risultato è stato raggiunto grazie all'esclusione dall'indice di aziende come *Bear Stearns*, *AIG*, *Citigroup* e *Fannie Mae* a seguito di istruttorie ESG. L'intermediario assicurativo AIG è stato rimosso, ad esempio, a “*causa di rilevanti violazioni delle pratiche di mercato in relazione ad episodi di corruzione che si sono ripetuti durante il 2006 ed il 2007*”.¹⁰

⁷ Di Turi, 2010, *Op. Cit.*

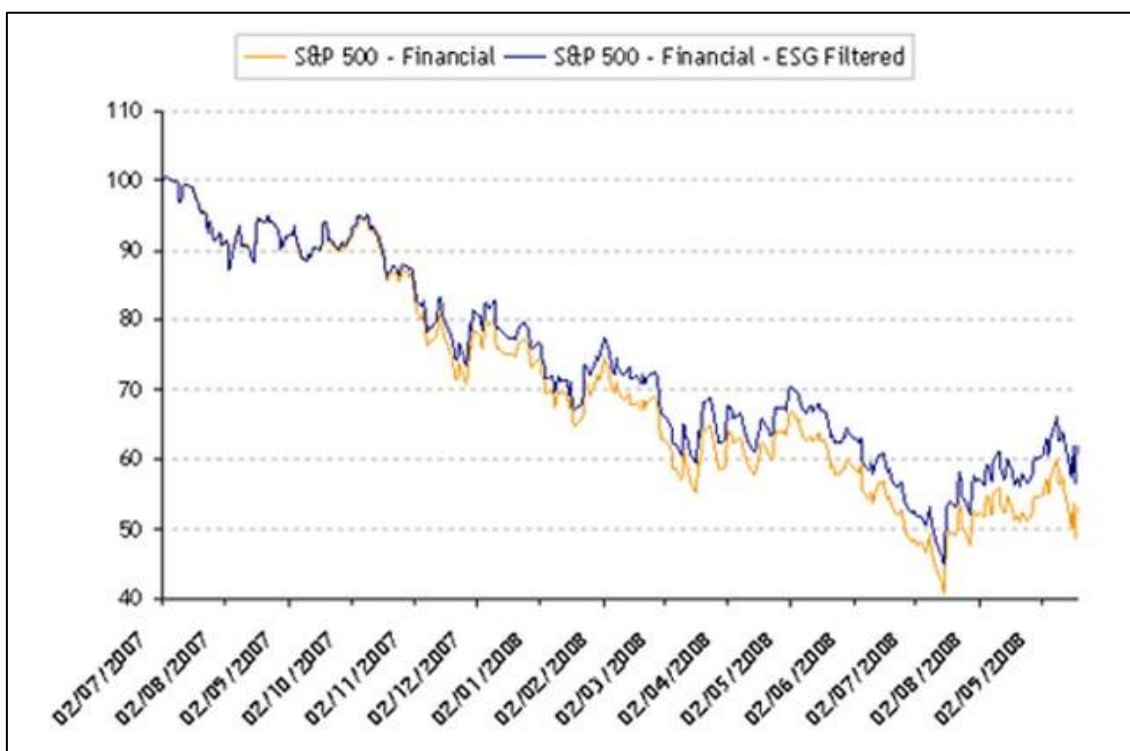
⁸ Monti Mara, (2010), *Wall Street riscopre l'investimento sostenibile*, in “Il Sole 24 Ore” del 26/03/2010 – pag. 39

⁹ Calcaterra Michele, (2009), *Il Rating ESG*, (modificato il 17 settembre 2009; consultato il 5 settembre 2013), disponibile all'indirizzo:

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/rating-etico/primo-piano/rating-esg.htm>

¹⁰ Calcaterra, *Op. Cit*

Grafico 0.1 – S&P500 vs S&P500 “filtrato”

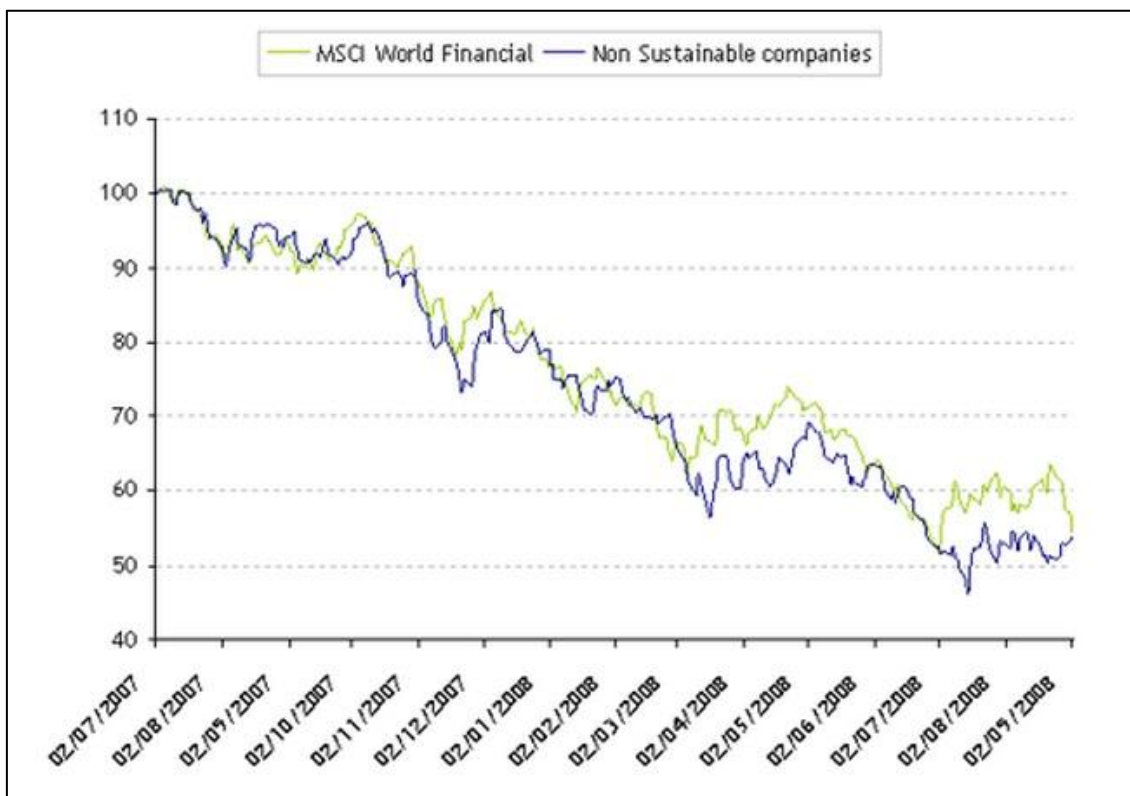


Fonte: Calcaterra, *Op. Cit* - Elaborazione dati: Thomson Reuters, Bloomberg

Dal grafico in analisi si nota come, fino all'avvento della bolla speculativa, l'indice “tradizionale” e la sua variante “filtrata” abbiano rendimenti sostanzialmente paritetici. A partire da gennaio del 2008 la forbice tra essi si allarga: l'andamento di entrambi gli indicatori è il medesimo ma l'indice etico sopra performa costantemente il *benchmark* tradizionale.

La ricerca prosegue nel grafico 0.2 dove viene invece raffrontato il tradizionale *MSCI World Financial* con un indice realizzato considerando esclusivamente quelle società che un processo di istruttoria di tipo etico avrebbe escluso a causa del mancato rispetto dei criteri di sostenibilità, dell'adozione di comportamenti non idonei o dell'utilizzo di pratiche controverse. Il lavoro ha considerato ed analizzato 400 imprese e il sottogruppo di quelle su cui è stato costruito questo particolare tipo di indicatore costituisce il 5% di esse. Dall'analisi del trend si evidenzia come quest'ultime abbiano ottenuto una performance inferiore all'indice di riferimento di quasi 10 punti percentuali.

Grafico 0.2 – La performance delle società “non sostenibili” rispetto all’indice MSCI World Financial



Fonte: Calcaterra, *Op. Cit* - Elaborazione dati: Thomson Reuters, Bloomberg

L’importanza del processo di istruttoria di tipo ESG è testimoniata, oltre che dai citati esempi attinenti ai rendimenti nell’epicentro della crisi, da alcuni “campanelli di allarme” evidenziati dagli operatori del settore prima che il tracollo iniziasse.

Dall’Osservatorio Finanza Etica si apprende, infatti, che nel 2004 l’ICCR (*Interfaith Center on Corporate Responsibility*), un insieme di circa 300 investitori istituzionali operanti nel campo degli investimenti socialmente responsabili, ha presentato una risoluzione a *Lehman Brothers* in cui si chiedeva “di sviluppare procedure di analisi più rigorose sui prestiti e sui partner responsabili dello sviluppo di pratiche “predatorie” nell’erogazione di mutui subprime ad alto rischio”.¹¹

Calcaterra (2009) ha evidenziato perplessità simili sostenendo come “la “trasfigurazione” del mutuo subprime in prodotto cartolarizzato, e quindi in strumento

¹¹ Osservatorio Finanza Etica, (2008), *Fallimento Lehman? Il “reverendo” l’aveva previsto*, (modificato il 14 ottobre 2008; consultato il 5 settembre 2013), disponibile all’indirizzo: <http://www.osservatoriofinanzaetica.it/ofe/gp-fondi-etici-lehman.asp>

*investibile scollegato dalla sua natura originaria, configura quell'area di rischio che un'analisi ESG applicata agli emittenti è in grado di intercettare".*¹²

Volendo fornire un altro esempio afferente ad un diverso settore di business, un segnale di allarme analogo è stato dato anche nel caso di BP plc (*British Petroleum*), società salita alle cronache a seguito del disastro ecologico nel Golfo del Messico dell'aprile del 2010. Nel report *Energy* dell'agenzia di rating etici Vigeo, la società veniva collocata tra le peggiori del settore per il taglio del 25% al budget destinato al comparto *safety and security* avvenuto tra il 1999 e il 2004 e a causa della mancanza di trasparenza nelle relazioni con gli stakeholders. L'agenzia giustificava il giudizio negativo in considerazione del fatto che *"calamità e incidenti sono asset intangibili dell'impresa che vanno seguiti con esperienza"*, prevedendo sostanzialmente quello che sarebbe accaduto a breve.¹³

Un'ultima considerazione sull'avvento della finanza etica e sulla necessità di valutazioni atte a "certificare" le società emittenti, proviene da episodi di provata "inaffidabilità", o perlomeno insufficienza, dei sistemi di rating tradizionali e da un giudizio sulla natura delle diverse agenzie.

Con riferimento alla prima questione molte sono state le occasioni in cui le valutazioni espresse sul merito creditizio si sono rivelate clamorosamente errate: tornando all'esempio di *Lehman Brothers*, la banca d'investimento presentava, a poco più di un mese dal fallimento, rating elevati pari A (*Standard & Poor's*), A2 (*Merril Lynch*), A+ (*Fitch*). La *Federal National Mortgage Association* (meglio nota come "*Fannie Mae*") aveva, nel mese di febbraio del 2008, un rating pari ad AAA (*Merril Lynch*) e un *outlook* definito "stabile"; l'8 settembre del 2008, l'associazione viene soccorsa dal governo con il più grande finanziamento della storia americana. Con riferimento infine ad un esempio italiano si ricorda il caso di Parmalat, il cui rating assegnato da *Standard & Poor's* era, fino ad una settimana prima della bancarotta, stabilmente pari a BBB, ossia sopra la soglia dei cd "*investment grade*".¹⁴

¹² Calcaterra, *Op. Cit*

¹³ Bono Simonetta, Savia Roberto, (2010), *Bp, disastro ambientale annunciato. Un caso di studio sulla gestione dei rischi*, in "Affari & Finanza – La Repubblica del 18/10/2010" – pag. 61

¹⁴ Manzo Carlo, Ronzoni Dario, (2011), *Da Parmalat a Lehman, quando l'agenzia di rating sbaglia tutto*, (modificato 9 settembre 2011; consultato il 6 settembre 2013), disponibile all'indirizzo: <http://www.linkiesta.it/agenzie-rating>

Alcuni dei motivi posti a spiegazione di questi errori sono da ritrovare nella natura dell'istruttoria economico finanziaria che non è in grado di intercettare pienamente le aree di rischio collegate agli *asset* intangibili, al livello di trasparenza societario, alla percezione dei consumatori o alla cultura aziendale; elementi che, al contrario, vengono attentamente vagliati nel corso di un'analisi complementare di tipo ESG.¹⁵

Da ultimo, si riscontra il tema del conflitto di interessi che si viene a creare tra l'agenzia di rating e il valutato:¹⁶ capita sovente, infatti, che i valutatori detengano quote partecipative all'interno delle compagnie che sono chiamati ad analizzare e che siano pertanto direttamente coinvolti dalle conseguenze economiche che un giudizio non lusinghiero comporterebbe. Si ponga ad esempio il caso della *Capital World Investment*, una delle maggiori società di gestione del risparmio americane; essa è rispettivamente, e contemporaneamente, il primo azionista dell'agenzia *Standard & Poor's*, di cui detiene il 10,26% della casa madre *McGraw Hill*, e il secondo maggiore socio di *Moody's* con il 12,60%.¹⁷

Oltre ciò vi è il palese conflitto d'interessi, configurabile come una concreta opportunità di speculazione, nel determinare, agendo come valutatore, notevoli conseguenze sul mercato mediante l'emissione dei giudizi, ma allo stesso tempo poter agire nei panni dell'investitore, sfruttando informazioni non a disposizione di tutti. Comito (2013) ha sottolineato in merito che *“c'è il sospetto che a volte esse [ndr: le agenzie di rating] siano colluse con gli speculatori. Nella recente crisi dell'eurozona i cambiamenti nei giudizi di tali agenzie sono coincisi a volte in maniera sospetta con le ondate speculative”*.¹⁸

Nonostante all'affermazione di principi etici nel campo dell'economia e dei mercati finanziari sia seguita parallelamente un'esponentiale diffusione di studi e ricerche su di

¹⁵ Calcaterra, *Op. Cit*

¹⁶ Portes Richard, (2008), *Ratings agency reform*, (modificato il 22 gennaio 2008; consultato il 7 settembre 2013), disponibile all'indirizzo: <http://www.voxeu.org/article/ratings-agency-reform>

¹⁷ Longo Morya, (2012), *Agenzie di rating e azionisti: il grande conflitto di chi deve valutare*, in *“Il Sole 24 Ore”* del 17/01/2012, disponibile all'indirizzo: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-16/agenzie-azionisti-grande-conflitto-225651.shtml?uuid=AaU0CxeE>

¹⁸ Intervista al professor Vincenzo Comito disponibile all'indirizzo: http://www.globalproject.info/it/in_movimento/agenzie-di-rating-dietro-la-tripla-aaa-intervista-a-v-comito-e-contributo-di-abaranes/13535

essi, rimangono tutt'ora non completamente esaminati alcuni temi e sono numerosi gli spunti di analisi.¹⁹

La maggior parte dei lavori sull'argomento si concentra, infatti, sulla questione dei rendimenti conseguiti o conseguibili dagli investimenti socialmente responsabili a confronto con quelli "tradizionali", o in alternativa, sulla misurazione del "costo" della sostenibilità, inteso come *"il "sacrificio" a cui il risparmiatore "etico" si sottopone scegliendo di ridurre il suo set potenziale di titoli da inserire in portafoglio"*.²⁰

Questo accade in quanto gli operatori del settore danno per scontata la presenza di una scrupolosa istruttoria, concentrando la propria attenzione esclusivamente (e comprensibilmente) sui ritorni economici.

Marginali sono invece gli studi che si concentrano sulla fase di analisi e sull'attività concreta di "misurazione dell'eticità" delle società emittenti. La maggior parte delle informazioni disponibili in merito sono riconducibili a dichiarazioni di intenti generalmente prive di controprova oggettiva. Le diverse associazioni del settore si limitano a fornire apprezzabili principi di comportamento che tuttavia, in virtù della genericità di essi, sono difficilmente traducibili operativamente.

Gli studi sulle strategie d'investimento implementate negli SRI o sui modelli quantitativi utilizzati per giungere a quello che viene solitamente definito "rating etico", sono pertanto un ambito ancora parzialmente inesplorato che necessita di particolare attenzione e che riveste un certo interesse.

La fase di misurazione del livello di eticità ha un'importanza notevole in quanto garantisce che le dichiarazioni delle società emittenti sulla sostenibilità del proprio agire siano suffragate da dati oggettivi, mentre la presenza di una rigorosa metodologia atta a "rendere numeri" le variabili qualitative tipiche dell'ambito ESG, consente di ridurre l'influenza di considerazioni soggettive dei valutatori e di rendere possibile il confronto tra le diverse compagnie.

Il presente lavoro intende quindi fornire un contributo all'argomento partendo dall'analisi delle strategie e delle pratiche adottate nell'ambito degli investimenti

¹⁹ Per una rassegna dei principali contributi, si rimanda al sito ufficiale del *Sustainable Investment Research Platform* (SIRP), disponibile all'indirizzo: <http://www.sirp.se>

²⁰ Becchetti Leonardo, Fucito Luigi, (2000), *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche*, in "Rivista di politica economica, vol. 90", Roma 2000, Roma – pag.37

socialmente responsabili che comprende anche una disamina dei modelli quantitativi di misurazione e l'illustrazione dei possibili "usi" di questi giudizi.

Oggetto di analisi non saranno quindi le pratiche di *Corporate Social Responsibility*, bensì le modalità con cui esse vengono valutate nel corso di un'istruttoria ESG che determinerà le scelte di investimento.

A tal fine ci si avvarrà, oltre che dell'analisi, della bibliografia presente in letteratura, di una fase di "indagine sul campo" e di contatti diretti con alcuni operatori del settore.

Il lavoro è strutturato in tre capitoli:

Nel primo, che rappresenta la parte prettamente teorica dello studio, verranno analizzate le valutazioni ESG per antonomasia: il rating etico e gli indici socialmente responsabili. Dopo aver introdotto il concetto di sostenibilità ed illustrato le relative specificità, essi verranno articolati e approfonditi mettendo in luce le modalità di costruzione e le fasi che garantiscono l'eticità del processo d'istruttoria. Si fornirà una presentazione delle diverse agenzie presenti sul mercato e verranno inoltre esposti dei dati utili per capire la grandezza, in termini economici, degli elementi in questione.

Successivamente verranno indagate alcune metodologie e alcuni modelli quantitativi di calcolo utilizzati nella costruzione del rating etico. Non essendo ad oggi disponibile uno standard di riferimento, verranno illustrati diversi approcci tratti da studi accademici o esperienze del settore. Per ogni metodologia si evidenzieranno anche le criticità e i punti deboli al fine di fornire un quadro di analisi completo, esaustivo e critico.

La redazione del capitolo è basata, oltre che sulla letteratura disponibile, anche su alcuni documenti societari ottenuti direttamente da Banca Etica a seguito di contatti intercorsi.

Il terzo capitolo illustrerà infine come il rating etico viene utilizzato e rielaborato nell'ambito del processo di *asset allocation* e nella costruzione della "frontiera della performance".

Il fine è quello di fornire elementi aggiuntivi alle considerazioni esposte nei capitoli precedenti, che consentano di comprendere l'importanza e le potenzialità delle valutazioni ESG nell'ambito degli investimenti. Il capitolo consentirà inoltre di confrontarsi con un'applicazione "pratica" del rating etico: il paragrafo relativo all'*asset*

allocation è infatti il frutto di una serie di incontri avvenuti sul campo con un'importante Società di Gestione del Risparmio.²¹

Nelle conclusioni si tenterà di redigere, alla luce di quanto esposto nei tre capitoli precedenti, un bilancio critico sulle valutazioni ESG. Verranno evidenziati i punti di forza, di debolezza e di possibile miglioramento dello strumento e si porranno in risalto le difficoltà incontrate nella stesura del lavoro. Si cercherà infine di fornire un'analisi di prospettiva che consenta di ipotizzare l'evoluzione del rating etico e gli scenari futuri del settore.

²¹ Per motivi di privacy e di politica aziendale la società in questione ha chiesto che fosse mantenuto l'anonimato; Nel lavoro non saranno pertanto presenti nomi e/o indicazioni tali da consentirne l'identificazione.

Capitolo 1

Gli indicatori della sostenibilità

1.1 Il concetto di sostenibilità

Per poter affrontare uno studio sulle tematiche degli investimenti socialmente responsabili e della loro valutazione, è indispensabile definire preliminarmente il concetto di sostenibilità e la sua evoluzione nel tempo.

Nel 1987 la Commissione Mondiale sull'ambiente e lo sviluppo delle Nazioni Unite ha redatto un documento, il rapporto *Brundtland* (conosciuto anche come *Our Common Future*), in base alla quale “*lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future*”.²²

Il dibattito successivo ha comportato che il concetto di sostenibilità venisse scomposto in tre sotto-categorie, ognuna di essa riferita ad una specifica dimensione:²³

- 1 *Sostenibilità economica*: relativa alla capacità di generare reddito e lavoro per il sostentamento della popolazione.
- 2 *Sostenibilità sociale*: attinente alla capacità di garantire condizioni di sicurezza, salute ed istruzione equamente distribuite.
- 3 *Sostenibilità ambientale*: riferita all'esigenza di mantenere intatte la “capacità produttiva” e le condizioni di riproducibilità delle risorse naturali.

La combinazione di queste tre dimensioni genera, nei punti di sovrapposibilità, quelle condizioni di sviluppo che gli studiosi del settore definiscono *vivibile, equo e realizzabile*.²⁴

²² Il documento rappresenta un importante punto di riferimento all'interno del processo di elaborazione della tematica dello sviluppo sostenibile. Le tappe fondamentali precedenti ad esso sono rappresentate dalla Conferenza ONU sull'ambiente umano tenutasi a Stoccolma nel 1972 e dalla *International Union for Conservation of Nature* del 1980

²³ Barile Sergio, Calabrese Mario, Iandolo Francesca, (2013), *Sostenibilità e paradigmi service-based: possibilità e criticità per l'economia d'impresa*, in “Sviluppo & Organizzazione – Gennaio/Febrero 2013”, Este, Milano – pag. 46-49

L'evoluzione concettuale e la traduzione operativa di tale elaborazione scientifica ha determinato, con gli anni, l'affermarsi della Responsabilità Sociale d'Impresa (o *Corporate Social Responsibility*) intesa come “*l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate*”.²⁵

Tale concetto si può declinare oggi, in tre articolazioni principali:²⁶

- *la Corporate Social Responsiveness*, definita come “*la capacità dell'impresa di rispondere alle pressioni sociali*”.²⁷
- *la Corporate Social Performance*, intesa come “*la ricerca dei metodi di valutazione della performance socio-ambientale dell'azienda*”.²⁸
- *la Stakeholder Theory*, che considera l'azienda come il centro di una fitta rete di soggetti, tutti portatori di uno specifico interesse nei confronti dell'impresa, e che costituisce, in un certo senso, la base logica delle azioni di *Corporate Social Responsibility*.²⁹

Essere socialmente responsabili significa andare oltre al rispetto della normativa vigente ponendo maggiormente attenzione alle componenti tipiche della sostenibilità, ossia quelle che vengono solitamente raggruppate e sintetizzate sotto l'acronimo ESG (*Environmental, Social and Governance*).³⁰

Accingersi ad una valutazione di questo aspetto significa analizzare il comportamento dell'impresa tramite considerazioni sulla “correttezza” e sull’ “eticità” dell'agire

²⁴ In particolare la combinazione tra la sfera economica e quella ambientale determina una condizione “*realizzabile*”, quella tra ambientale e sociale una condizione “*vivibile*” e, infine, quella tra economico e sociale “*equa*”. La sovrapposizione delle tre aree individua la situazione di “*sostenibilità*” - Barile, Calabrese, Iandolo, *Op. Cit.*

²⁵ Commissione della Comunità Europea, (2001), *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles – pag. 7

²⁶ Cantele Silvia, (2006), *La stakeholder scorecard*, Giappichelli Editore, Torino – pag. 2

²⁷ Frederick C. William, (1994), *From CSR to CSR*, in “*Business & Society*, vol. 33”, SAGE Publications, Thousand Oaks – pag. 154

²⁸ Bontorin Mauro, (2013), *La corporate social responsibility: Strumenti e standard per la sua applicazione*, dissertazione di Laurea, Università Ca' Foscari, Venezia – pag. 22.

Su tale concetto non vi è una definizione e un consenso unanime, si rimanda pertanto a:

Cochran Philip, Wartick Steven, (1985), *The evolution of corporate social performance model*, in “*Academy of Management Review*, n.10” e Wood J. Donna,(1991), *Corporate social performance revisited*, in “*Academy of Management Review*, n. 16”

²⁹ Freeman Robert Edward,(1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman publishing, Boston – pag. 46

³⁰ Commissione della Comunità Europea, *Op. Cit.*

aziendale che non si limitino al mero conformarsi agli obblighi giuridici applicabili. Non avvalersi di lavoro minorile o rispettare le condizioni igienico-sanitarie previste dalla contrattazione tra le parti è quanto stabilito dalla legge, ossia quello che potremmo definire come quel livello minimo obbligatorio che tutti, teoricamente, dovrebbero rispettare. Decidere di non ottenere alcuna percentuale di utile dalla fabbricazione di armi, ridurre volontariamente l'impatto delle emissioni dannose nell'ambiente o mantenere un proficuo e collaborativo rapporto con le rappresentanze sindacali, costituisce invece un perfezionamento e un'affinazione di quei comportamenti che le aziende sono tenute a rispettare.³¹ Una società che non rispetta l'ordinamento vigente, oltre che illegale, verrebbe immediatamente esclusa in una valutazione sulla responsabilità socio-ambientale.

Il riferimento a valori non squisitamente finanziari e l'evoluzione in corso nel sistema economico, hanno fatto sì che il soddisfacimento delle attese dei portatori d'interesse possa essere considerato uno degli obiettivi primari del management aziendale, determinando quindi un mutamento nel concetto stesso di *Corporate Social Responsibility*.³² Sviluppo sostenibile significa oggi, oltre che garantire il rispetto degli stakeholders, adottare delle pratiche societarie basate sulla trasparenza, sull'eticità, sul rispetto dei collaboratori, della società e dell'ambiente.³³

La prosperità delle compagnie, nella logica della CSR, non si basa più su valori esclusivamente finanziari, ma è inestricabilmente connessa a tematiche quali per esempio la reputazione, il *brand*, la qualità e la quantità di capitale intellettuale, il rispetto dei diritti umani e sociali e i valori ambientali. A tal proposito un nuovo modello si sta progressivamente affermando: gli stakeholders considerano direttamente responsabili le aziende per il loro impatto sulla preservazione e sull'arricchimento dell'ambiente, del capitale umano e del capitale sociale.

³¹ A sostegno di tali affermazioni si riporta uno stralcio del documento, emesso dalla Commissione Europea il 25/10/2011, dal titolo "A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility", secondo cui "La responsabilità sociale d'azienda concerne quelle azioni delle compagnie, al di là degli obblighi previsti dalla legge nei confronti della società e dell'ambiente" (pag. 3 punto 1) e "Il rispetto della normativa applicabile e dei contratti collettivi stipulati tra le parti, è un pre-requisito per questa responsabilità" (pag. 6 punto 3.1).

³² Pur trattandosi ancora come orientamento prettamente volontario.

³³ Gazzola Patrizia, (2006), *CSR e reputazione nella creazione di valore sostenibile*, in "Economia Aziendale 2000 web, n.2/2006", Pavia University Press – pag. 31-34. L'autrice espone l'evoluzione della nozione di CSR avvalendosi dei concetti di "cittadinanza sociale d'impresa" teorizzato da A. Vaccari nel 1998 in "Principi in pratica. Bilancio sociale e cittadinanza d'impresa", e di "rettezza d'impresa" esposto da Keeley nel 1988 in "A social contract theory of organizations".

Allen White (2012) sostiene che il ruolo delle imprese nella promozione del proprio impatto sociale ed ambientale è costantemente in crescita. Questo fattore alimenta l'interesse pubblico nei confronti della responsabilità delle aziende e mette in discussione la “convenzionale visione secondo cui il valore per gli azionisti è il parametro che misura il successo della compagnia”.³⁴

Questo dibattito ha introdotto due diversi paradigmi sul ruolo dell'azienda: il paradigma degli *shareholder* e quello degli *stakeholder*.³⁵

Secondo i sostenitori del primo modello, l'investitore responsabile è convinto che un miglioramento delle performance socio-ambientali determini contestualmente un incremento delle prestazioni economiche dell'azienda, rappresentate dal “valore” delle azioni; sulla base di ciò è necessario implementare programmi di attuazione e sensibilizzazione in tal senso. A sostegno di tale visione Sparkes e Cowton (2004) mostrano come il coinvolgimento nelle decisioni aziendali (*engagement*) sia in grado di ridurre il rischio di sanzioni o azioni di protesta garantendo stabilità e guadagni all'impresa.³⁶

Al contrario, i fautori del secondo modello considerano l'*engagement* come uno strumento per poter esprimere istanze non strettamente finanziarie dei vari stakeholders; il parametro considerato prioritariamente non è quindi “il valore delle azioni” ma l'effettivo mutamento, in termini di maggiore responsabilità, dei comportamenti aziendali.

Un'ulteriore differenza attiene al fatto che, secondo la *shareholder view*, il management non è tenuto ad esercitare considerazioni sull'eticità dell'agire aziendale in quanto il suo unico fine è quello di aumentare i profitti per i propri azionisti; il “benessere sociale” sarà una conseguenza della “mano invisibile” del mercato e dalla sua efficienza. La visione di contro ritiene invece che “i manager non possono non esercitare un giudizio etico sulle decisioni aziendali poichè ognuna di esse è di tipo etico, in quanto finisce

³⁴ White L. Allen, (2012), *Redefining Value: The Future of Corporate Sustainability Ratings*, in “Private Sector Opinion - A Global Corporate Governance Forum Publication, n° 29”, International Finance Corporation, Washington – pag. 3.

³⁵ McLaren Duncan, (2002), *Corporate Engagement by 'Socially Responsible' Investors: a practical paradigm for stakeholder governance?*, in “The changing Role of Business in Society: Shortlisted Essays from the Ashridge MBA Annual Essay Award 2001/2002”, ACCA report – pag. 7-21

³⁶ Cowton J.Christopher, Sparkes Russell, (2004), *The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility*, in “Journal of Business Ethics, vol.52 n.1” – pag. 45-57

*necessariamente per giovare a qualche stakeholder e/o per danneggiarne qualche altro”.*³⁷

Nella tabella 1.1 sono esplicitate le differenze sostanziali tra le due visioni in oggetto; si nota come l’ottica degli azionisti sia considerata prettamente orientata al ritorno economico, per cui l’obiettivo prioritario non è quello di migliorare la sostenibilità dell’azienda, ma i suoi indicatori finanziari.³⁸

Tabella 1.1 – Shareholder view e stakeholder view a confronto

	Shareholder-led	Stakeholder-led
Scopo	Miglioramento delle performance economico-finanziarie	Miglioramento nelle pratiche ambientali, sociali ed economico-finanziarie (ossia di CSR)
Business case per CSR	Giustificazione centrale per l’adozione di misure di CSR	Strumentale per il coinvolgimento in pratiche di CSR
Uso di pratiche “voice”	Solamente per questioni definite e bilanciate	Per rappresentare gli <i>stakeholder</i> nei dialoghi con l’azienda
Obiettivi dell’engagement	Orientato sull’azienda	Orientato sugli obiettivi di CSR
Creazione di collaborazioni	Primariamente con altri investitori	Con altri investitori e <i>stakeholders</i>
Modalità di engagement	Libero, aperto, focalizzato sui processi	Ristretto, definito da una coalizione, centrato sui processi e sui contenuti
Relazioni con gli stakeholder	“ <i>Management</i> ” – bilanciamento di poteri con il resto della compagine aziendale	“ <i>Accountability</i> ” – il potere è bilanciato con il resto degli stakeholder
Natura della fiducia	Deriva da calcoli di convenienza	Non calcolata ma basata su fondamenti morali

Fonte: McLaren Duncan, *Op. Cit.*, pag. 7-21 - Rielaborazione: Signori Silvana, (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffrè Editore, Milano – pag. 52

In maniera del tutto speculare all’integrazione di preoccupazioni di tipo socio-ambientale nel processo produttivo delle imprese, si è assistito ad una progressiva sensibilizzazione degli investitori desiderosi di finanziare società “meritevoli” di risorse

³⁷ Crivellaro Michele, Scalco Federica, Vecchiato Giampietro, (2012), *Sostenibilità e rischio greenwashing*, libreriauniversitaria.it Editore, Padova – pag. 40-42

³⁸ Questo non significa tuttavia che una azienda caratterizzata da questa “visione” non possa dotarsi di piani di CSR interni.

sulla base di considerazioni “etiche”, oltre che solide e performanti dal punto di visto economico. Con riferimento a ciò Basso e Funari (2010) sostengono che *“gli investimenti etici o socialmente responsabili svolgono un ruolo sempre più importante tra gli investimenti finanziari, grazie alla loro capacità di coniugare redditività e impegno sociale”*.³⁹ A ciò si aggiunge Gazzola (2006), secondo cui *“le imprese, in quanto sistemi sociali, sono soggette all'azione delle organizzazioni internazionali e dei governi, ai quali si aggiunge la pressione esercitata dalla società civile, che chiede con sempre maggior forza alle imprese di render conto delle proprie azioni. (...) esse sono in grado di produrre valore ambientale e sociale, e in alcuni casi, anche disvalore ambientale e sociale”*.⁴⁰

Le aziende caratterizzate da comportamenti considerabili come “non responsabili”, da una *governance* controversa o da quote di redditività provenienti da settori tipicamente dibattuti, sono gradualmente obbligate a mitigare il proprio agire per non essere escluse dal mercato.⁴¹ Si sta pertanto diffondendo gradualmente la ricerca di una *compliance* alle pratiche ESG che va oltre alle dichiarazioni d'intenti tipiche dell'attività di marketing, ma che permetta di rendere realmente sostenibili i processi aziendali e di ridurre l'impatto delle esternalità negative della compagnia; parallelamente si sta affermando quindi anche la necessità di valutare questo impegno in maniera uniforme al fine di poter investire in maniera consapevole e procedere a confronti tra i diversi soggetti.

Nella tabella n.1.2 è possibile osservare un quadro riassuntivo dei principali aspetti considerati in un processo valutativo di tipo ESG; possiamo notare come tale tipologia di analisi consideri sostanzialmente 4 aree principali, a loro volta articolate e dettagliate in singole tematiche, a testimonianza della complessità di un'analisi di questo tipo.

³⁹ Basso Antonella, Funari Stefania, (2010), *“Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach”*, in "Journal of the Operational Research Society n. 54", Palgrave Macmillan, Basingstoke – pag. 521–531

⁴⁰ Gazzola, *Op. Cit.*, pag. 28-29

⁴¹ Sull'argomento non vi è tuttora una unanimità di vedute tuttavia, recenti sondaggi mostrano una tendenza in tal senso. Ad esempio, secondo lo studio *“Edelman Goodpurpose 2012”*, il primo criterio per la scelta degli acquisti da parte dei consumatori è l'impegno dell'azienda in progetti di utilità sociale e ambientale. Tre consumatori su quattro sono pronti a cambiare *brand*, in favore di un'azienda più socialmente impegnata, e una persona su due non vorrebbe lavorare per un'azienda non impegnata sul fronte responsabilità sociale (<http://purpose.edelman.com>).

Tabella n.1.2 – Quadro riepilogativo degli aspetti esaminati in un’analisi ESG

Aspetti ESG-E			Fonte: FFS
Sfera ambientale	Sfera sociale	Sfera governance	
Aria (tra cui cambiamenti climatici) Acqua Suolo Biodiversità Risorse naturali Energia Rifiuti	Diritti umani Sviluppo del capitale umano Attrazione dei talenti Pari opportunità e diversità Salute e sicurezza Gestione responsabile della catena di fornitura Coinvolgimento e relazioni con la comunità Sviluppo socio-economico Filantropia	Indipendenza Remunerazione Compliance Corruzione Diritti degli azionisti Gestione del rischio	
Sfera etica			
Produzione e commercio di alcolici Produzione di tabacco Produzione di armi Sperimentazione sugli animali Produzione e commercio di pellicce Gioco d'azzardo Pornografia			

Fonte: ANASF (2010), *Manuale per Promotori Finanziari e Addetti alla Vendita di Prodotti Finanziari - La finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano – pag. 22

Si presenta quindi la duplice necessità di riconoscere alle imprese l’impegno nell’integrazione di pratiche riconducibili alla *Corporate Social Responsibility* e di consentire agli investitori di orientarsi verso offerte di mercato socialmente responsabili; a tal fine sono nate alcune iniziative atte a “certificare” il grado di sostenibilità di un investimento o di una società e a definire un *framework* di riconoscimento.⁴² Tra di esse si ricordano i “*Principles for Responsible Investment*” delle Nazioni Unite,⁴³ una rete internazionale di 1188 società investitrici rappresentanti un patrimonio di 34 mila miliardi di dollari, che operano al fine di diffondere ed integrare una visione di investimento responsabile nei processi aziendali.⁴⁴

⁴² Oltre al network “*Principles for Responsible Investment*” si rimanda ad “EUROSIF” e al “Forum per la Finanza Sostenibile”

⁴³ Per maggiori informazioni si veda il sito ufficiale dell’iniziativa, disponibile all’indirizzo:

<http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>

⁴⁴ Il dato è aggiornato ad Aprile 2013 ed è disponibile all’indirizzo:

<http://www.unpri.org/wp-content/uploads/PRIgrowth.xls>

Questo progetto agisce attraverso il perseguimento di sei obiettivi: integrazione di problematiche ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali, l'essere "proprietari attivi" delle società in cui si investe, ricercare e diffondere materiale informativo di tipo ESG, promuovere i principi nell'ambito del settore degli investimenti, favorire la collaborazione tra le parti e operare un *monitoring* costante.⁴⁵

Come è possibile notare, il *framework* sopra rappresentato persegue il fine di integrare il concetto di sostenibilità nei processi aziendali tuttavia, pur proponendo un perimetro entro il quale le aziende socialmente responsabili devono operare, non offre delle indicazioni metodologiche su come materialmente "valutare" o "quantificare" la sostenibilità di un investimento o di un'azienda. Sull'argomento Wisebroad (2007) sostiene che "*i firmatari dei principi delle Nazioni Unite riconoscono chiaramente che i fattori di impatto sociale sono rilevanti per l'analisi degli investimenti. Tuttavia, essendo i principi di base piuttosto che regole chiare, essi non sono abbastanza specifici da facilitare l'inserimento di valutazioni di impatto sociale nei metodi quantitativi*".⁴⁶

Sulla base di quanto affermato da Graci e Russo (2011) secondo cui "*a seguito della crisi finanziaria, sempre più forte è la necessità di conoscere le caratteristiche di sostenibilità di un prodotto prima di scegliere se investire o meno*",⁴⁷ si evidenzia quindi una delle maggiori tra le problematiche attinenti alla sfera degli investimenti socialmente responsabili, ossia la quantificazione di variabili tipicamente qualitative quali quelle considerate in un'analisi di tipo ESG.

A conferma si rimanda a Marcus Fenchel (et al.) (2005), per cui "*mentre approcci e metodi per valutare la performance finanziaria esistono e sono sviluppati, la valutazione delle performance non finanziarie (ecologiche e sociali) è piuttosto sottosviluppata. Di conseguenza, i gestori dei fondi non sono in grado di creare gli*

⁴⁵ Per una esposizione maggiormente dettagliata si rimanda a:

<http://www.unpri.org/about-pri/the-six-principles/>

⁴⁶ Wisebroad M. Jonathan, (2007), *How to make responsible investment appealing*, in "Finance & the Common Good/Bien Commun - n° 27 - II/2007", Observatoire de la Finance, De Boeck, Bruxelles – pag. 34

⁴⁷ Graci Giovanni, Russo Angeloantonio, (2011), *I fondi etici e l'efficacia delle strategie di screening*, (modificato il 23 giugno 2001; consultato il 15 settembre 2013), disponibile all'indirizzo: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/csr/primo-piano/fondi-etici-efficacia-delle-strategie-di-screening306.htm>

*standard per valutare la performance non finanziaria, e non sono quindi in grado di tenere conto di questo aspetto per gli investitori e le loro parti interessate”.*⁴⁸

Alla particolarità delle caratteristiche in oggetto si aggiunge la questione relativa alla parziale soggettività del concetto di sostenibilità, in cui la rilevanza da attribuire alle diverse dimensioni in analisi, risulta influenzata dalle convinzioni personali del soggetto deputato all'istruttoria.⁴⁹ Con riferimento a ciò in Derwall (et al.) (2010), si afferma che *“le pratiche CSR sono concetti multidimensionali e parzialmente soggettivi e gli investitori non hanno quindi gli strumenti necessari per misurare adeguatamente il loro effetto sul valore fondamentale dell'azienda”.*⁵⁰

Un primo e parziale tentativo in tal senso, è quello che ha portato all'emanazione dei *“Sullivan Principles”* nel 1970, un particolare codice di condotta emanato per guidare il comportamento delle aziende operanti in Sudafrica nel periodo della feroce battaglia contro l'*apartheid*.⁵¹ Da qui si è sviluppato un lungo filone di certificazioni, più o meno diffuse, volte a identificare e riconoscere la buona condotta degli enti privati, tra cui si ricorda la *Social Accountability 8000*.⁵²

Il primo ostacolo che si è chiamati ad affrontare nella determinazione di un indicatore capace di non limitarsi all'analisi delle variabili economiche e contabili, è quello di riuscire a distinguere, preliminarmente, cosa possiamo definire “etico” e cosa possiamo definire “non etico”.⁵³

In un campo complesso e articolato quale quello dei mercati finanziari odierni, non si può fare esclusivo riferimento ai concetti morali o religiosi che hanno caratterizzato gli albori di questo settore, ma dobbiamo identificare una metodologia in grado di

⁴⁸ Fenchel Marcus, Koellner Thomas, Scholz Roland, Weber Olaf, (2005), *Principles for Sustainability Rating of Investment Funds*, Business Strategy and the Environment, Wiley InterScience – pag. 55

⁴⁹ Barile, Calabrese, Iandolo, *Op. Cit.*

⁵⁰ Derwall Jeroen, Koedijk Kees, Horst Jenke Ter, (2010), *A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors*, in “Journal of Banking & Finance - Volume 35, Issue 8”, Elsevier, Amsterdam – pag. 9

⁵¹ I Sullivan Principles possono essere definiti come un codice etico volontario volto al perfezionamento delle imprese su tematiche sociali e ambientali. Originatisi ai tempi della *apartheid* in Sud Africa dal Rev. Leon Sullivan, chiedevano alle aziende statunitensi di boicottare il regime sudafricano a causa dei comportamenti razzisti e violenti messi in atto. Nonostante l'evoluzione degli eventi e il cambio di regime politico sono ancora oggi un importante punto di riferimento nel campo degli SRI Fonte: www.thesullivanfoundation.org

⁵² Per approfondimenti si rimanda al sito ufficiale: www.sa-intl.org

⁵³ Austin Rob, Hoffer J. Gittell, (2002) *When it should not work but does: anomalies of high performance*, in “Business Performance Measurement, Neely A”, Cambridge University Press, Cambridge – pag. 80–106

“quantificare”, o perlomeno “catalogare”, tutte le variabili che compongono quello che definiamo comunemente come “investimento responsabile”.⁵⁴

Il primo fondo “etico” americano, il “*Pioneer Fund*” di Boston del 1928, con estrema semplificazione, altro non era che un investimento di organizzazioni religiose che si limitava ad escludere le imprese operanti nel settore dell’alcool, del tabacco e del gioco d’azzardo.⁵⁵ Appare evidente come la presenza di scelte o orientamenti dettati dalla propria morale sia inevitabile in un campo come quello dell’analisi ESG ma, visto il livello di estensione attuale del sistema economico, è altresì evidente come sia necessario affiancare a tali sensibilità dei criteri oggettivi.⁵⁶

Un ulteriore problema critico di tale approccio è la natura non-compensativa di alcuni criteri; La difficoltà di un’istruttoria di questo tipo non risiede infatti solo nella natura qualitativa delle variabili in oggetto e nella presenza di considerazioni parzialmente soggettive, ma anche nella possibilità di disporre di informazioni puntuali, analizzabili e, soprattutto, riassumibili in indicatori chiari e sintetici;⁵⁷

Con riferimento alla componente ambientale la complessità si riduce in quanto, seppur con difficoltà, è possibile giungere a valori numerici confrontabili e valutabili. Le emissioni dannose, la percentuale di energia proveniente da fonti rinnovabili o il livello di consumi, sono infatti variabili quantificabili; questo è il motivo per cui, nel *reporting* ambientale, l’esito della sostenibilità è spesso standardizzato ed espresso mediante un indicatore di performance economica.⁵⁸

Analizzando invece la sostenibilità sociale il discorso si complica: se per la valutazione degli Stati possiamo utilizzare indicatori come il livello di istruzione e di salute, il reddito medio degli abitanti o il rispetto dei diritti umani, con riferimento alle aziende appare complesso quantificare variabili quali la qualità del lavoro, le relazioni con le rappresentanze sindacali, la bontà della *governance* adottata o il rispetto delle diversità.

In Calcaterra, Giorgieri e Perrini (2002) si individuano quattro approcci di selezione degli investimenti sulla base di una valutazione etica, costruiti mediante il ricorso a due

⁵⁴ Il richiamo a valori morali e religiosi è dovuto alle origini storiche della finanza etica ed in particolare al “*Pioneer Fund*” del 1928, gestito da organizzazioni religiose, e al “*Pax world fund*”, originatosi nel 1971 negli Stati Uniti d’America a seguito dell’intervento militare in Vietnam

⁵⁵ Si veda <http://www.pioneerinvestments.it/societa/storia.html>

⁵⁶ Marcus Fenchel (et al.), *Op. Cit.*, pag. 60

⁵⁷ Marcus Fenchel (et al.), *Op. Cit.*, pag. 62

⁵⁸ Marcus Fenchel (et al.), *Op. Cit.*, pag. 62

distinte dimensioni analizzate congiuntamente: il numero delle imprese oggetto della valutazione e il numero di parametri osservati.⁵⁹

Dalla combinazione di queste due variabili, rappresentata nella tabella n.1.3, si ottengono i quattro metodi utilizzati.

Tabella n.1.3 – I quattro approcci alla valutazione etica

	1 IMPRESA	PIÙ IMPRESE
1 PARAMETRO	BOICOTTAGGIO	PROSCRIZIONE
PIÙ PARAMETRI	VALUTAZIONE	RATING ETICO

Fonte: Calcaterra, Giorgieri, Perrini, *Op.Cit.*, pag. 114

Per boicottaggio si intende un'istruttoria basata su una sola impresa e tramite l'osservazione di un solo parametro; l'eventuale inclusione o esclusione della società in oggetto, poggia unicamente sul rispetto della variabile presa in esame. L'utilizzo di un approccio di questo tipo può determinare l'esclusione di un'impresa "virtuosa" che però non soddisfa la caratteristica considerata del valutatore.

Le "liste di proscrizione" sono invece uno strumento utilizzato dall'investitore etico per escludere le società coinvolte in precisi settori di business; se per esempio il parametro in oggetto è il non-coinvolgimento con l'industria del tabacco, più imprese verranno

⁵⁹ Calcaterra Michele, Giorgieri Agnese, Perrini Francesco, (2002), *Strumenti e servizi innovativi per la finanza etica: il rating*, in "Economia & Management, n° 2", SDA Bocconi, Milano – pag. 114-116

analizzate sulla base della conformità a questa caratteristica e, coloro che non la rispetteranno andranno ad alimentare la relativa lista di proscrizione.

L'approccio a un'impresa e più parametri, definito dagli autori come "valutazione", è invece un tipo di operazione tarato sulla singola impresa; è una metodologia costosa, complessa e dispendiosa in termini di tempo in quanto adattata a tutte le specificità e peculiarità del soggetto valutato. Il pregio di tale approccio è che ci consente di identificare una procedura "standard", meno approfondita, ma applicabile alla globalità delle aziende.⁶⁰

Il "rating etico" rappresenta infine la metodologia più completa, costituita dall'analisi di più imprese sulla base di diversi parametri; esso consente ai soggetti interessati di "*compiere scelte alternative ragionate tra investimenti confrontabili*".

Vi è una crescente richiesta di trasparenza in materia di "prestazioni" ecologiche e sociali, e una conseguente ricerca di strumenti in grado di rispondere a questa esigenza; il rating di sostenibilità può fornire la trasparenza desiderata dagli investitori e deve operare al fine di "completare" la valutazione dell'esistente rating finanziario.⁶¹

Le difficoltà sono riconducibili alla mancanza di "valori" sulla base dei quali un'azienda o un investimento può essere valutata e classificata e alla mancanza di fonti dalle quali attingere informazioni su tematiche ESG.⁶²

Con l'obiettivo di risolvere tali problematiche, le modalità di valutazione delle pratiche CSR sono state nel tempo affrontate attraverso differenti modalità:⁶³

- La *content analysis*
- I sondaggi e i questionari
- Le misure di reputazione
- La distribuzione del valore aggiunto
- Le misure unidimensionali
- Le misure multidimensionali

⁶⁰ Calcaterra, Giorgieri, Perrini, *Op.Cit.*, pag. 115

⁶¹ Jeucken Marcel, (2001), *Sustainable Finance and Banking. The Financial Sector and the Future of the Planet*, Earthscan, Londra – pag. 91

⁶² Calcaterra, Giorgieri, Perrini, *Op.Cit.*, pag. 115

⁶³ Soana Maria Gaia, (2010), *La creazione di valore per gli stakeholder*, Università degli Studi di Parma, Parma – pag. 14

1.2 Il Rating Etico

La crescente richiesta di investimenti socialmente responsabili ha comportato una conseguenziale ricerca di indicatori atti a certificare la sostenibilità di essi, al fine di consentire agli investitori di potersi orientare all'interno dell'offerta del mercato; è in tale contesto che si registra la sempre più ampia affermazione dello strumento del rating etico.⁶⁴

Come definito da Adamo (2009) esso *“mutua dalle tradizionali metodologie dei sistemi di rating i principi e i presupposti esprimendo, in ultima istanza, un giudizio sintetico che si basa su criteri di eticità, ovvero su una valutazione fondata su informazioni non solo di carattere finanziario ma anche sociale, ambientale e culturale; in tale ottica, si vuole valutare la capacità di creare valore non esclusivamente per l'azionista, ma per tutti gli stakeholders”*.⁶⁵

Nella tabella n.1.4 sono riepilogati gli aspetti che vengono normalmente considerati nel processo di attribuzione del rating etico. Si può notare come le caratteristiche analizzate siano molteplici e la loro rilevanza non attiene al profilo meramente finanziario dell'impresa.

Le componenti *Environmental, Social e Governance*, che come si è detto costituiscono i tre “macro ambiti” del concetto di sostenibilità, sono articolate in numerose sotto-variabili in quanto il rating etico integra tipologie differenti di conoscenze; tra di esse anche la definizione degli obiettivi e valori, la disponibilità delle informazioni e i principi e approcci metodologici.⁶⁶

⁶⁴ A sostegno di tale affermazione si rimanda ai dati contenuti nel report stilato dall'agenzia di rating Vigeo *“Green, Social and Ethical Funds in Europe – 2012”*, esposti nell'introduzione di questo lavoro.

⁶⁵ Adamo Rosa, (2009), *La Finanza Etica - Principi strumenti e finalità*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane – pag. 137-140

⁶⁶ Marcus Fenchel (et al.), *Op. Cit.*, pag. 55

Tabella n.1.4 – Le componenti del Rating Etico

AMBIENTE <ul style="list-style-type: none"> ▶ Strategia ambientale ▶ Riciclabilità ▶ Prevenzione dell'inquinamento ▶ Gestione ambientale ▶ Fonti di energia rinnovabili 	FORNITORI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Promozione ▶ Qualità ▶ Condizioni contrattuali ▶ Finanziamento ▶ Progettazione e comakership 	CONCORRENTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Antitrust e pratiche concorrenziali ▶ Cartelli e abusi di posizione dominante ▶ Corruzione
GRADO DI APERTURA E DINAMICITÀ <ul style="list-style-type: none"> ▶ Innovazione ▶ Disponibilità al mutamento ▶ Flessibilità ▶ Tutela della diversità 	MANAGEMENT <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sistema di incentivazione ▶ Remunerazione ▶ Benefici 	AZIONISTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Corporate governance ▶ Partecipazione democratica ▶ Trasparenza, frequenza e qualità delle informazioni ▶ Comunicazione innovativa
MISSIONE E RAGIONE D'ESSERE DELL'IMPRESA <ul style="list-style-type: none"> ▶ Codice etico ▶ Valori guida e obiettivi 	DIPENDENTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Occupazione ▶ Relazioni industriali ▶ Benefits ▶ Formazione e valorizzazione ▶ Clima aziendale ▶ Pari opportunità e discriminazione ▶ Partecipazione ai risultati 	CLIENTI E PRODOTTI <ul style="list-style-type: none"> ▶ Qualità ▶ Utilità sociale ▶ Fedeltà ▶ Customer satisfaction ▶ Innovazione e R&S ▶ Sicurezza del prodotto ▶ Pubblicità e marketing
SOCIETÀ CIVILE <ul style="list-style-type: none"> ▶ Sviluppo economico e sociale ▶ Dialogo sociale ▶ Promozione e sponsorship ▶ Trasferimento di fondi ▶ Diritti umani 		

Fonte: Osservatorio Finetica, 2001 - Elaborazione: Calcaterra, Giorgieri, Perrini, *Op. Cit.*, pag. 119

Possiamo individuare sostanzialmente due soggetti interessati all'emissione di una valutazione di questo tipo:

- Il mercato
- L'azienda stessa

Nel primo caso ci troviamo dinanzi ai cd "*rating not solicited*", la cui emissione ha lo scopo di orientare gli operatori del mercato nella scelta degli investimenti e del consumo sulla base di determinate aree di valutazione; qualora invece sia l'impresa a richiedere un giudizio sul livello di responsabilità propria, la motivazione potrebbe

risiedere in politiche di *fund raising* o di accrescimento della visibilità e del prestigio aziendale.⁶⁷

I rating sono elaborati, oltre che sulla base di informazioni pubbliche, mediante l'utilizzo di documentazione prodotta internamente dall'azienda stessa (si pensi per esempio ai bilanci ambientali e sociali e alle presentazioni societarie al pubblico), tramite le informazioni provenienti dalle autorità di vigilanza, dai media, dalle associazioni dei portatori d'interesse (sindacati, ONG, organizzazioni ambientali o di consumatori...) e, infine, anche attraverso questionari inviati alle imprese o interviste.⁶⁸

La trasparenza dell'impresa nella comunicazione e la collaborazione tra le parti, sono pertanto un requisito indispensabile per una classificazione corretta ed esaustiva.

Tramite le pratiche di azionariato attivo e di *shareholders advocacy*, che verranno illustrate nelle pagine seguenti, possiamo inoltre affermare che il giudizio etico è di fatto elaborato anche dagli azionisti, dai portatori d'interesse, dai clienti e dai dipendenti, essendo quest'ultimo una diretta conseguenza dei rapporti intercorsi tra l'azienda ed essi.

Il contributo degli stakeholders tuttavia, non si sostanzia direttamente nell'emissione di un giudizio, ma la qualità delle relazioni e la possibilità di incidere nei processi societari è una delle discriminanti considerate in sede di valutazione.

Il rating di sostenibilità trova il proprio fondamento teorico nella visione dell'azienda come centro di una complessa rete di relazioni e si concretizza sostanzialmente nei criteri sociali e di responsabilità adottati dell'emittente, sull'efficiente impiego delle risorse e sulle prospettive di sviluppo e sopravvivenza del valutato.

Da ciò deriva un ulteriore funzione attribuibile a questo indicatore: se consideriamo infatti l'azienda come il centro di una complessa rete di relazioni, la qualità di queste ultime e il rispetto del dovere fiduciario verso gli stakeholders, sono definibili come "*asset intangibili*", e pertanto sono riconducibili nel capitale della società. L'elaborazione di un indicatore relativo al livello di responsabilità sociale di un'

⁶⁷ Di Giandomenico Marco Eugenio, (2008), "*Il bilancio sociale e il modulo aziendale etico*", Giuffrè Editore, Milano – pag. 270-271 - L'autore elenca inoltre come aree di possibile valutazione l'impatto ambientale, il *corporate giving*, le pari opportunità, le condizioni di lavoro, il *community investment* e il livello di *disclosure* dall'azienda.

⁶⁸ Banca Monte Paschi di Siena – Gruppo di lavoro "*Corporate Social and Environmental Responsibility*", (2002), "*I fondi socialmente responsabili. Stato dell'arte*", in "*Studi e note di Economia – Quaderno n°8*", Nardini Editore, Firenze – pag. 107

impresa ci consente quindi, non solo di valutarne genericamente l'eticità, ma anche di identificare opportunità o criticità nel processo di gestione degli asset societari.⁶⁹

Quando si parla di rating etico ci si scontra inevitabilmente con valutazioni di tipo qualitativo che, prevedendo un certo grado di discrezionalità, possono originare risultati divergenti a seconda dell'analisi svolta e a seconda dell'agenzia responsabile dell'emissione del giudizio.

Con riferimento a ciò, Funari (2012) ricorda come *“le variabili che confluiscono sulla determinazione del rating etico sono molteplici, non sempre facilmente misurabili e sono strettamente legate alle preferenze del valutatore e degli investitori, e al significato che gli operatori stessi attribuiscono ai termini “etico” o “socialmente responsabile”. Ad esempio investitori ispirati da una morale religiosa potrebbero attribuire grande importanza al rispetto di alcuni criteri che invece potrebbero essere poco significativi per un investitore di tipo ambientalista”*.⁷⁰

A tal proposito è emblematico il caso di Sodexo, la nota multinazionale francese attiva nei servizi di ristorazione collettiva che, agli inizi del 2010, viene esclusa dall'indice etico di sostenibilità *“Ftse4Good”* perché non rispondente ai criteri legati ai diritti umani e del lavoro, ma allo stesso tempo inclusa nel *“Dow Jones Sustainability Index World”*; declassata dalla società *Vigeo*, è contemporaneamente nominata fra le società più etiche al mondo dall'istituto *Ethispere*.⁷¹

Con lo scopo di risolvere una situazione palesemente paradossale, ha recentemente visto la luce il progetto denominato *“Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR)”*, ovvero uno standard internazionale per valutare in modo uniforme la capacità di un'impresa di soddisfare i requisiti in tema di CSR.⁷²

Obiettivo espresso di tale iniziativa è quello di sviluppare e costantemente migliorare, un approccio mondiale di valutazione della sostenibilità, scientifico e rigoroso al punto di essere integrato direttamente nelle procedure aziendali.

⁶⁹ Versace Federico, (2004), *Il Rating etico*, (modificato il 15 giugno 2004; consultato il 10 settembre 2013), disponibile all'indirizzo:

<http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/251-il-rating-etico.html>

⁷⁰ Funari Stefania, (2012), *I “vincitori” in etica: valutazione multicriteriale di fondi socialmente responsabili*, in “Note di ricerca n. 3/2011”, Dipartimento di Management, Università Ca' Foscari, Venezia – pag. 6

⁷¹ Cfr: <http://www.vita.it/economia/imprese/sodexo-buona-oppure-no-rating-contro-rating.html>

⁷² Il sito ufficiale del progetto *“Global Initiative for Sustainability Ratings”* è raggiungibile all'indirizzo: <http://ratesustainability.org>

Il GISR, nato da una *joint venture* tra Ceres e Tellus Institute, segue un approccio strutturato su due differenti livelli:⁷³

- L'istituzione di una metodologia di analisi definita "*stand alone*" basata sull'osservazione e sulla misurazione di "principi", "problemi" e "indicatori", universalmente definiti.
- Certificazione "*GISR compliant*", basata sul grado di ottemperanza a quanto ottenuto nello step precedente e con la possibilità di "correzione" con riferimento alle singole specificità societarie.

Il progetto è, nel momento in cui si scrive, in fase di elaborazione e dovrebbe vedere la luce nel terzo trimestre del 2015.⁷⁴

Nell'attesa di giungere ad uno standard, il contesto di riferimento vede la presenza di una molteplicità di agenzie: vengono considerati "valutatori etici" tutte quelle società che si occupano di problematiche afferenti alla sostenibilità, sia quelle che coprono la totalità delle tematiche in campo, sia quelle che si limitano ad uno specifico settore, come per esempio il "*Carbon Disclosure Project*" e l' "*Access to Medicine Index*".⁷⁵

A differenza del settore dei rating economici "tradizionali", le società presenti in ambito ESG sono innumerevoli ed ognuna di esse è tuttora caratterizzata da metodologie e peculiarità proprie: Vigeo, EIRIS, SAM, Axia, ECPI e KLD sono solo alcune delle più autorevoli agenzie di rating etici presenti sul mercato, inevitabilmente frammentato e confusionario. Il proliferare di agenzie e rating, ha determinato una situazione in cui gli operatori economici faticano a determinare quali siano le valutazioni degne di attenzione e quali no.⁷⁶

Nella tabella n.1.5 è possibile avere un quadro riassuntivo riferito ad alcune delle compagnie di maggior rilievo del settore e una loro breve descrizione.⁷⁷

⁷³ Allen L. White, *Op. Cit.*, pagine 13-15

⁷⁴ I "principi" saranno disponibili entro la fine del 2013, i "problemi" a settembre 2014 e gli "indicatori" nel terzo trimestre del 2015. Fonte: <http://ratesustainability.org/gisr-standard/timeline/>

⁷⁵ Allen L. White, *Op. Cit.*, pagina 7

⁷⁶ Allen L. White, *Op. Cit.*, pagina 9

⁷⁷ La tabella è frutto dell'unione e della sintesi di: Funari Stefania, *Op. Cit.*, pag. 5 e di Capello, *Op. Cit.* – pag. 80.

Tabella n.1.5 – Alcune delle agenzie di rating etico presenti sul mercato

Agenzia di rating	Descrizione
Osservatorio Finanza Etica	Portale italiano dedicato alla finanza etica che, sulla base di criteri di esclusione/inclusione, trasparenza nelle procedure adottate dal gestore, presenza di un advisor etico, adesione alle linee guida Eurosif e adozione di politiche di azionariato attivo, fornisce per ogni fondo etico monitorato un punteggio finale che varia tra 0 e 7
<i>GOE - Gesellschaft für Organisation und Entscheidung</i>	Società svizzera che offre consulenza finanziaria e sviluppa sistemi integrati di rating per la valutazione ESG. Il sistema è basato su un insieme di criteri di valutazione tra cui trasparenza, engagement, qualità della ricerca in ambito SRI e qualità della gestione dell'intero processo di investimento. Le valutazioni sono ponderate tramite un sistema di pesi determinati attraverso le metodologie AHP e SMART. Le classi di rating sono: A* (75-100), A (70-74) e A- (65-69)
<i>Ethical Investors</i>	Società inglese di consulenza in tema di investimento socialmente responsabile. Fornisce un rating sulla base di una classificazione che avviene per area (Social, Animal e Environment). Viene stabilita una posizione media per area ed ogni fondo è classificato sulla base della sua posizione rispetto alla media (“Below average”, “Average”, “Plus”, “Double Plus”)
<i>NIS - Natural Investment Service</i>	NIS attribuisce ad ogni fondo socialmente responsabile monitorato, un punteggio tramite il quale esso viene collocato in una particolare classe di rating, che va da 1 a 5 cuori. Nel calcolo del punteggio complessivo NIS pesa in modo variabile le diverse strategie etiche adottate attribuendo maggiore importanza alle strategie di screening rispetto alle altre e, in particolare, assegnando un peso maggiore allo screening positivo rispetto a quello negativo
Vigeo	Società di analisi e rating ESG di cui si parlerà nel paragrafo 2.4
ECPI	Società italiana dedicata alla ricerca, al rating e all'assegnazione di indici di sostenibilità. Collabora con FTSE per la serie di indici FTSE ECPI Italia SRI Index Series
SAM	Membro del gestore di fondi Robecco. Collabora con il Dow Jones per la produzione degli indici di sostenibilità Dow Jones Sustainability Indexes
<i>MSCI ESG Research</i>	Nata come ramo di analisi della Morgan Stanley e successivamente quotata in borsa. E' un'importante società di analisi finanziaria il cui ufficio ESG fornisce ricerche, analisi e produce indici di sostenibilità in grado di coprire quasi la totalità delle società quotate

<i>Standard Ethics</i>	Agenzia indipendente di rating di sostenibilità con sede a Bruxelles che applica i principi provenienti dall'UE, OCSE e ONU nelle proprie analisi
EIRIS	Organizzazione No-Profit indipendente che collabora con FTSE per la serie di indici FTSE4Good Index Series e per il servizio FTSE4Good ESG Ratings
<i>Oekom Research AG</i>	Società indipendente di analisi ESG e servizi di sostenibilità attiva dal 1993 con sede a Monaco di Baviera.
<i>Corporate Knights</i>	Rivista americana per un "capitalismo pulito". Fornisce un'indagine periodica sul rating di un insieme di fondi canadesi socialmente responsabili. Calcola inoltre un social score compreso tra 0 e 100 sulla base di criteri relativi alla trasparenza, alle iniziative di azionariato attivo, alla presenza di organi di controllo esterno e all'applicazione di criteri ESG

Fonte: Funari Stefania, *Op. Cit*, pag. 5 e Capello, *Op. Cit* – pag. 80 – Rielaborazione propria

Un caso particolare e meritevole di attenzione è quello di *Standard Ethics*, un'agenzia di rating europea indipendente che valuta il grado di conformità di aziende e Stati, esclusivamente con riferimento alle linee guida dell'UE, dell'OCSE e delle Nazioni Unite.⁷⁸

L'agenzia è una società ad azionariato diffuso in cui il Consiglio d'Amministrazione è, per Statuto, separato dalla proprietà; i criteri di valutazione sono provenienti unicamente da organizzazioni sovranazionali in modo da “non “contaminarli” con pregiudizi morali o ideologici”.⁷⁹

Questa scelta è determinata dal fatto che, come dichiarato dall'amministratore delegato Jacopo Gavazzoli Schettini (2002), “l'Agenzia non concede a se stessa, tanto meno ad altre strutture politicamente non rappresentative, la facoltà di indicare direttamente o indirettamente agli imprenditori la strada da percorrere, ma in via generale riconosce solo ad organismi politici, e quindi rappresentativi di interessi generali, il primato di ogni decisione in merito alla pianificazione dello sviluppo e la facoltà di imporre

⁷⁸ Le “Linee Guida OCSE sulla responsabilità sociale delle imprese” sono consultabili all'indirizzo: http://www.abi.it/DOC_Societa/Csr/Banche-e-Csr/LG%20OCSE_Sito%20ABI.pdf

⁷⁹ Gavazzoli Schettini Jacopo (a cura di), Gavazzoli Schettini Lorenzo (a cura di), (2002), *Etica, futuro e finanza : l'esperienza dell'Agenzia europea di investimenti nella definizione di finanza etica e nella sua concreta applicazione*, Il Sole 24 Ore, Milano – pag. 14-15

soluzioni etiche o sostenibili in campo economico, poiché legittimate anche da forza legale”.⁸⁰

Standard Ethics, dopo 12 anni di attività trascorsi a valutare le società con soli fini statistici, è recentemente divenuta agenzia di rating europea pura; le sue particolarità risiedono nel fatto di fornire valutazioni e giudizi:⁸¹

- *Solicited* – rating emesso solo su richiesta;
- *Standard* – secondo l’approccio “*norms based*”;⁸²
- *Independent* - Nessun rating a chi ha ricevuto servizi nei 3 anni precedenti e nessun servizio a chi ha ricevuto rating nei 3 anni precedenti;

Il risultato ottenuto misura “*la quantità di «futuro atteso» presente in un’attività economica o in un’amministrazione territoriale*”, ossia quei “*principi volontari che indicano come dovrebbero essere la governance, i rapporti con l’ambiente e la società e come si dovrebbe competere nel mercato affinché l’economia e lo sviluppo siano sostenibili e durevoli nel tempo*”.⁸³

A completamento del tema è necessario soffermarsi ora sull’illustrazione del processo di formulazione di tale giudizio.⁸⁴

L’attribuzione di un rating etico o, più in generale, l’intero processo di valutazione, si basa sostanzialmente su due parametri: il processo di investimento “filtrato” grazie all’utilizzo dei principi di responsabilità adottati dalla società di valutazione (fase di *screening*), e la presenza di procedure o organi deputati al controllo preliminare e successivo. Ci si riferisce in tal senso ai “*comitati etici*”, degli organi aventi funzioni di

⁸⁰ Gavazzoli J. Schettini, Gavazzoli L. Schettini, *Op. Cit.*, pag. 14

⁸¹ Le valutazioni sono strutturate in 8 differenti livelli: EEE, EEE-, EE+, EE, EE-, E+, E-

⁸² Si definisce *norms-based* un approccio di screening dell’investimento effettuato esclusivamente sulla base della conformità di quest’ultimo ai principi stabiliti dalle organizzazioni internazionali (es. ILO, UNICEF, UNHRC) e alla normativa – Eurosif, (2012), “*European SRI Study – 2012*”, Bruxelles – pag. 10.

⁸³ Dalla presentazione “*Standard Ethics - Sustainability in Governance & Policy (2013)*”, raggiungibile all’indirizzo <http://www.standardethics.eu>, si legge: “*La nozione di «futuro atteso» ha dei contenuti precisi: sono i principi desiderabili espressi dall’Unione Europea, dall’OCSE e dalle Nazioni Unite per il 2020 (ciclo di programmazione europea); 2030 (ciclo globale intragenerazionale); 2050 (ciclo globale intergenerazionale). Principi volontari che indicano come dovrebbero essere la governance, i rapporti con l’ambiente e la società e come si dovrebbe competere nel mercato affinché l’economia e lo sviluppo siano sostenibili e durevoli nel tempo*”

⁸⁴ Iannuzzi Antonella, Intonti Mariantonietta, (2010), *Analisi qualitativa e modalità di pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia*”, Dipartimento di Studi Aziendali e Giusprivatistici, Facoltà di Economia, Università di Bari – pag. 10-12

indirizzò volti a verificare la conformità degli investimenti alle linee guida prefissate, o ai cd “*advisor etici*”, dei soggetti terzi esterni aventi funzioni consulenziali.

Ulteriori elementi posti come criteri a garanzia dell’eticità sono, come definito da Iannuzzi e Intonti (2010), le politiche di *shareholder activism* e l’adesione “*a linee guida emanate da soggetti impegnati nella diffusione e nel supporto allo sviluppo degli investimenti socialmente responsabili come Eurosif*”.⁸⁵

Punto di partenza è l’identificazione della platea di investimenti considerabili operata tramite la fase di *screening*, terminata la quale si procede all’analisi delle singole società emittenti.

Si suole considerare il processo di attribuzione del rating composto da quattro distinte fasi:⁸⁶

Il primo *step* è costituito dalla raccolta di informazioni: si analizza, in questa fase, la documentazione prodotta dall’azienda, l’esistenza di codici etici, la presenza di eventuali dichiarazioni di impegno nei confronti di clienti o personale dipendente e la partecipazione in iniziative di promozione di responsabilità sociale e ambientale.

Successivamente le informazioni raccolte vengono selezionate, catalogate e ponderate con riferimento alla sfera ESG.

Al termine di questa fase viene aperta la procedura di *engagement*, ossia si stabilisce un contatto diretto con l’azienda in modo da verificare la veridicità dei dati in possesso, di superare eventuali criticità riscontrate e al fine di instaurare un proficuo e continuativo rapporto di collaborazione.

L’iter si conclude quindi con l’assegnazione della valutazione etica, generalmente non costituita esclusivamente da un semplice “punteggio”, seppur presente, bensì da un accurato profilo di responsabilità sociale e ambientale strutturato e suddiviso in base alle aree di analisi considerate.⁸⁷

⁸⁵ Si veda nota precedente – EUROSIF è un *forum* europeo che sostiene la diffusione di investimenti socialmente responsabili (<http://www.eurosif.org/>),

⁸⁶ Minnetti Francesco, (2004), *L’introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell’offerta di prodotti finanziaria da parte delle imprese bancarie italiane*, in “Studi e note di economia 2/2004”, Monte dei Paschi di Siena, Nardini Editore, Firenze – pag. 159-161

⁸⁷ A sostegno dell’affermazione si riporta un estratto di Minnetti, *Op.Cit.* : “*Nella sostanza, il rating si esprime con la produzione di un profilo di responsabilità sociale e ambientale – che riporterà in maniera strutturata le informazioni selezionate e verificate, suddividendole in base alle aree d’analisi cui sono pertinenti – e con un giudizio finale sintetico, anche in forma di punteggio. Profilo e giudizio finale*

La procedura esposta non è da intendersi come una procedura “standard” in quanto, come già detto, le società presenti sul mercato sono attualmente innumerevoli ed ognuna di esse è caratterizzata da una metodologia propria, di norma mantenuta, per ovvie ragioni, riservata nei suoi aspetti metodologici. A questo proposito in Wisebroad (2007) si legge: *“i rating elaborati da diversi ricercatori di impatto sociale, non sono generalmente confrontabili, in quanto non esiste uno standard universale per i criteri e la metodologia di calcolo”*.⁸⁸

Il giudizio espresso attraverso lo strumento del rating etico deve essere considerato complementare alle analisi finanziarie condotte mediante le metodologie tradizionali, in quanto non può, e non deve, essere l’unico parametro di riferimento per l’investitore. E’ indispensabile procedere parallelamente ad un’accurata analisi dei documenti contabili ed economici, in modo da dotare i potenziali investitori di tutti gli elementi utili e necessari ad una scelta consapevole.⁸⁹

1.2.1 L’attività di screening

Il fulcro della metodologia del rating etico è costituito dall’attività di “screening”; in questa fase vengono definiti i criteri di inclusione (cd “criteri positivi”) e i criteri di esclusione (cd “criteri negativi”), necessari al rispetto dei principi di sostenibilità fissati dalla Società di Gestione.⁹⁰

Nei primi anni di diffusione di questa pratica, si era soliti procedere ad una sola attività di esclusione dei settori considerati a rischio, ossia quei settori, come l’alcool, il tabacco, il gioco d’azzardo o la produzione e il commercio di armamenti, che aprioristicamente, vengono considerati controversi.

Lo screening negativo è volto a bloccare all’origine le aziende e gli Stati che realizzano

costituiranno la base informativa utilizzata dagli investitori interessati a conoscere la valenza e l’impegno socially responsibly dell’azienda in questione” – pag. 160

⁸⁸ Wisebroad, *Op. Cit.*, pag. 33

⁸⁹ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 138

⁹⁰ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 130-133

percentuali di utile da investimenti in settori di business in contrasto con i principi ESG. Essendo una pratica assoluta di tipo “dentro-fuori” risulta essere facilmente utilizzabile ma, di contro, applicandosi a livello settoriale e non alla singola impresa, rischia di limitare considerevolmente l’universo investibile e di sottoporre il giudizio a considerazioni soggettive del valutatore. Esempi in tal senso possono essere quelli relative all’utilizzo di energia nucleare e alla ricerca sulle cellule staminali.⁹¹

La natura assoluta con cui viene determinata la platea degli investimenti accettabili, comporta degli evidenti limiti riconducibili a tale pratica: come ricordatoci da Wisebroad (2007) “è sempre più difficile applicare questi criteri in modo che riflettano le reali intenzioni dell’investitore e senza limitare eccessivamente il pool di opportunità di investimento”, infatti, “una grande azienda che produce stampe ed etichette per le sigarette potrebbe essere esclusa da uno screen assoluto sul tabacco, anche se una percentuale minima dei suoi profitti deriva da esso”.⁹²

A parziale soluzione di questo aspetto si è proceduto, successivamente, ad integrare la fase di esclusione con un’attività di *screening positivo*, ovvero un processo volto ad includere nei portafogli i titoli di società che perseguono comportamenti eticamente e socialmente meritevoli.⁹³ Il fine di tale pratica è, come definito da Regalli, Soana e Tagliavini (2005), quello di “*incentivare gli investimenti in azioni e obbligazioni di aziende o Stati la cui attività si distingue positivamente*”.⁹⁴

I criteri di screening positivo prevedono quindi che la scelta si diriga verso le imprese che si caratterizzano, per esempio, nella qualità dei prodotti, nel rispetto delle pari opportunità, nella trasparenza e qualità dell’informazione o nella sensibilità nei confronti di tematiche ambientali e sociali.

E’ doveroso ricordare come alcuni modelli di assegnazione di rating etico non contemplino la fase di esclusione prevista dallo screening negativo: tale approccio, definito “*best in class*”, consente l’investimento in qualsiasi settore di business e valuta le imprese solo sulla base delle performance ottenute in ambito ESG. Obiettivo di questa variante è quello di assicurare la possibilità di scelta tra un vasto numero di titoli

⁹¹ Tomasi Filippo, (2011), *La finanza e il rating etico: il caso AEI Standard Ethics*, dissertazione di Laurea, Università Commerciale “Luigi Bocconi”, Milano – pag. 27-28

⁹² Wisebroad, *Op. Cit.*, pag. 29-30

⁹³ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 132

⁹⁴ Regalli Massimo, Soana Maria Gaia, Tagliavini Giulio, (2005), *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in “Etica e Finanza”, a cura di Signori Silvana, Rusconi Gianfranco e Dorigatti Michele, Franco Angeli, Milano – pag. 4-5

ed evitare eccessive distorsioni settoriali.⁹⁵

L'utilizzo dello screening positivo consente inoltre, sempre secondo Wisebroad (2007), di valutare le compagnie sulla base di uno spettro di valutazione strutturato su differenti livelli.

Le diverse evoluzioni verificatesi nella fase di screening nel corso degli anni, hanno determinato che storicamente si sia proceduto a distinguere quattro “generazioni” di fondi etici:⁹⁶

1. Fondi di prima generazione: basati esclusivamente su una fase di screening negativo;
2. Fondi di seconda generazione: caratterizzati dall'aggiunta di criteri inclusivi;
3. Fondi di terza generazione: analizzano anche la gestione della società nella sua globalità, valutando la *governance* e gli impatti dell'attività di produzione sul territorio;
4. Fondi di quarta generazione: introducono il dialogo e la partecipazione di tutti i portatori d'interesse;

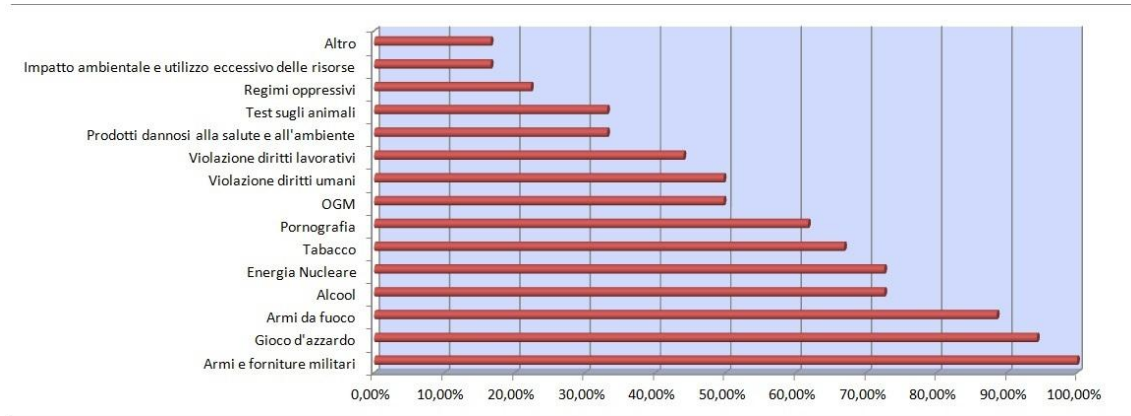
Nei grafici 1.1 e 1.2 si può osservare il peso assunto dalle diverse variabili nel processo di screening negativo e positivo. I dati sono stati raccolti ed elaborati da Funari (2012), e mostrano la frequenza con la quale vengono incorporati i diversi criteri di esclusione ed inclusione in un campione di 18 fondi socialmente responsabili commercializzati in Italia.⁹⁷

⁹⁵ EIRIS, società ricerca specializzata nell'analisi sulla responsabilità sociale d'impresa e partner di Etica SGR, definisce l'approccio *best-in-class* come “ quello che applica le linee guida sociali, ambientali ed etiche per dare una scelta “preferita” a parità di altri fattori. Ad esempio, un fondo etico potrebbe avere criteri che consentono di investire nel settore del petrolio e del gas, ma solo in quelle compagnie petrolifere che sono 'migliori della loro classe', ossia quanto hanno un record migliore per l'ambiente e diritti umani rispetto ad altri settori” Cfr: http://www.eiris.org/advisers/ethical_funds.html

⁹⁶ Regalli, Soana, Tagliavini, *Op. Cit.*, pag. 4-5

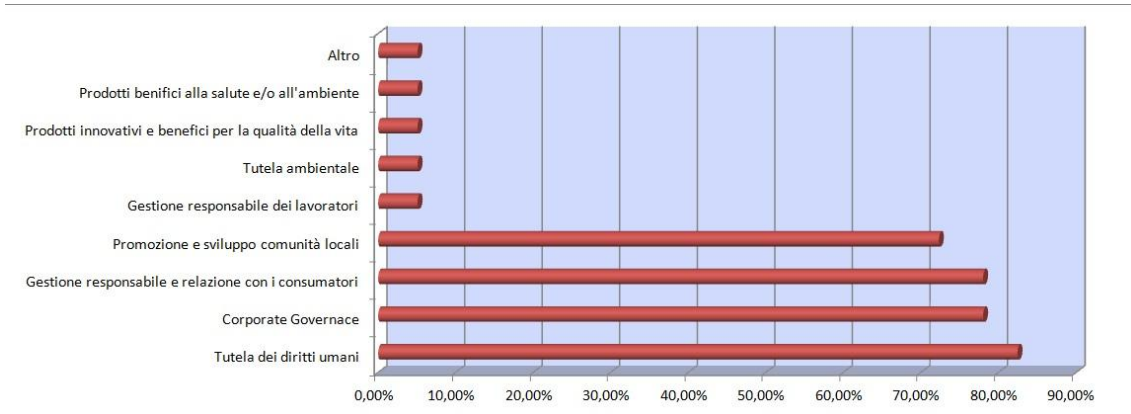
⁹⁷ Il lavoro di ricerca illustrato nel *paper* in oggetto, si basa un insieme di 18 fondi socialmente responsabili commercializzati in Italia, sia di diritto italiano che di diritto estero. I dati relativi al profilo di eticità si riferiscono a settembre 2009 e sono stati forniti dalla società Vigeo italia - pag. 7-10

Gráfico 1.1 – I criteri utilizzati nello screening negativo



Fonte: Funari Stefania, *Op. Cit.*, pag. 10 – Rielaborazione propria

Gráfico 1.2 – I criteri utilizzati nello screening positivo



Fonte: Funari Stefania, *Op. Cit.*, pag. 10 – Rielaborazione propria

Dai grafici in esame emerge come la totalità dei fondi considerati escluda le aziende operanti nel settore della fornitura di armi; altri settori rilevanti sono il gioco d'azzardo (escluso nel 94.29% dei casi), la produzione di armi da fuoco (con una percentuale di poco inferiore all'89%), l'alcool e l'energia nucleare (entrambi scartati 72 volte su 100). Con riferimento invece alle variabili maggiormente utilizzate nella fase di *screening* positivo, troviamo la tutela dei diritti umani, il modello di corporate governance e le

relazioni con i consumatori; si segnala inoltre l'irrisoria considerazione di criteri ambientali o relativi ad una gestione responsabile dei lavoratori.

Al fine di comprendere la reale dimensione e rilevanza di questa fase, si consideri che “*i fondi orientati in senso etico statunitensi gestiscono un patrimonio di circa 124 miliardi di dollari relativamente ai prodotti che escludono specificatamente il settore del tabacco, 93,4 miliardi con riferimento alla produzione di alcol e 28,9 miliardi riguardo al gioco d'azzardo; seguono le regole in merito al settore degli armamenti (23,8 miliardi) e alle ricadute sulle comunità locali in cui le imprese sono inserite (10,3 miliardi); 31,1 miliardi sono invece le risorse dei portafogli che inseriscono titoli di aziende attente alle relazioni con i lavoratori*”.⁹⁸

Alcuni economisti sostengono che l'attività di screening produca un effetto di ridimensionamento del grado di diversificazione possibile per il portafoglio di investimenti, condizionandone, in negativo, la relativa performance. Studi accademici hanno però dimostrato come ciò non sia supportato da evidenze empiriche che, al contrario, mostrano come gli investimenti “etic” hanno rendimenti assimilabili, e in alcuni casi persino migliori, degli investimenti tradizionali.⁹⁹ Questa affermazione deriva dal fatto che esiste una correlazione positiva tra la dimensione del fondo e la performance e, pertanto, le limitazioni introdotte dalla fase di screening vengono progressivamente “annullate” dall'aumentare del numero di titoli considerati e dei mercati in cui operare.¹⁰⁰ La relazione tra investimento etico e rendimento finanziario è determinata inoltre dalla riduzione dei rischi operativi: la minore conflittualità legale e con i lavoratori e i minori risarcimenti per danni ambientali o di altro genere creano, infatti, più valore nel medio periodo rispetto ad aziende che non si attengono a comportamenti socialmente meritevoli.¹⁰¹

⁹⁸ Regalli, Soana, Tagliavini, *Op. Cit.*, pag. 4 - I dati si riferiscono ad un'indagine condotta dal Social Investment Forum nel 2003, contenuta nell'opera citata.

⁹⁹ Russo, Graci, *Op. Cit.*

¹⁰⁰ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 147

¹⁰¹ Calcaterra Michele, Perrini Francesco, (2002), *La costruzione degli indici etici in Italia e alcune prime evidenze empiriche sulla relazione tra corporate social responsibility e financial performance*, in Masciandaro Donato, Bracchi Giampio (a cura di), *La banca, le regole e l'etica. Stabilità, integrità e sostenibilità*, Edibank, Bancaria Editrice, Milano – pag. 285

Le questioni relative a performance e rendimenti non sono tuttavia l'argomento di questo lavoro ed essendo il dibattito ancora aperto, si rimanda alla bibliografia in merito.¹⁰²

1.2.2 La fase di engagement e lo *shareholder advocacy*

Un'ulteriore strategia lungo la quale si muovono gli investimenti socialmente responsabili è rappresentata dall'attività di *engagement* e dalla pratica dello "*shareholder advocacy*" (o "*activism*").

Signori (2006) definisce l'attività come "*un processo consapevole attraverso il quale, una volta identificate delle aree di miglioramento per singole aziende, l'investitore cerca di assistere, persuadere e controllare le politiche poste in atto dall'azienda stessa per incrementare le performance socio ambientali*".¹⁰³

Di contro, per *shareholder advocacy* si intende generalmente la possibilità, per le società di Gestione dei fondi etici o chiunque detenga una quota di un'azienda caratterizzata dall'utilizzo di questa pratica, di presentare delle risoluzioni volte ad intraprendere iniziative di rilievo nell'ambito della *Corporate Social Responsibility*, le cd "*shareholder resolution*".¹⁰⁴ L'obiettivo, come definito dall'Osservatorio di Finanza Etica, è quello di "*esercitare pressioni affinché le imprese nelle quali si investe, mantengano un elevato profilo di responsabilità sociale, e rinnovino, nel tempo, il proprio impegno nella tutela dell'ambiente, nel rispetto dei diritti umani e dei lavoratori, nella promessa di una gestione manageriale trasparente*".¹⁰⁵ L'*engagement*

¹⁰² Per una analisi dettagliata si rimanda a Herzel Stefano, Nicolosi Marco, Starica Catalin, (2010), *The cost of sustainability in optimal portfolio decisions*, SIRP Working Paper 10-15

¹⁰³ Signori Silvana, (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffrè Editore, Milano – pag. 43-50. L'autrice ritiene inoltre che l'obiettivo dell'*engagement* possa comunque essere perseguito anche senza l'effettiva detenzione di quote azionarie.

¹⁰⁴ Per presentare una risoluzione sono necessari determinati requisiti che variano a seconda dell'ordinamento giuridico del Paese o dello statuto societario. Per esempio, negli Stati Uniti è necessario essere possessori di almeno 2000 dollari in azioni, in Germania di 500.000 euro in azioni o del 5% del capitale. In Italia le regole variano a seconda della società

¹⁰⁵ Cfr: <http://www.osservatoriofinanzaetica.it/ofe/educational6.asp>

deve pertanto essere considerato come un concetto più ampio rispetto alla sola attività di *shareholder activism*.¹⁰⁶

Le origini di questa pratica vengono fatte risalire al 1971, ad un'assemblea di *General Motors*; in tale occasione l'ICCR (*Interfaith Center on Corporate Responsibility*) presentò una mozione chiedendo che l'azienda si ritirasse dal Sudafrica, paese nel quale vigeva, a quel tempo, la segregazione razziale.¹⁰⁷

Oggi il fenomeno si è affermato e, dal 1995 al 2001, il patrimonio controllato dagli investitori americani caratterizzati dal ricorso a questa pratica è più che raddoppiato passando da 473 miliardi di dollari ad oltre 900.¹⁰⁸ Tra le nazioni "più attive" su questo fronte si citano Regno Unito, Stati Uniti e Paesi Bassi, che presentano il maggior numero di iniziative di tipo intensivo messe in atto nel corso del 2011.¹⁰⁹

Materialmente si procede ad una meticolosa opera di negoziazione e persuasione nei confronti del management aziendale, sovente condotta senza alcun tipo di risonanza mediatica, e le risoluzioni vengono considerate una *extrema ratio*.¹¹⁰

Si procede quindi a:¹¹¹

- Contatti diretti con il management aziendale, realizzati attraverso incontri periodici in cui gli investitori espongono le proprie istanze e le proprie richieste;
- Una continua attività di raccolta e scambio di informazioni tra le parti;
- Una mera comunicazione della politica e della strategia di investimento da parte dell'*asset manager*;
- Attività di consulenza e supporto, esplicitata attraverso la formulazione di pareri e suggerimenti non vincolanti relativi a tematiche ESG;
- Partecipazione attiva alle assemblee degli azionisti, presentazione di risoluzioni o mozioni ed esercizio dei diritti connessi alla proprietà dei titoli;

¹⁰⁶ Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 22-24

¹⁰⁷ Regalli, Soana, Tagliavini, *Op. Cit.*, pag. 2

¹⁰⁸ O'Rourke Anastasia, (2003), *A New Politics of Engagement: Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility*, in "Business Strategy and Environment, 12" – pag.6

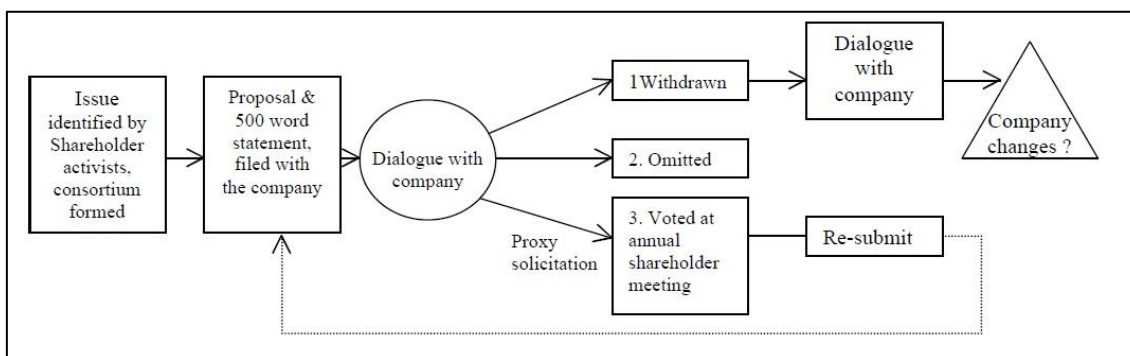
¹⁰⁹ Cfr. "L'azionariato attivo nel mondo: alcuni dati" – materiale integrativo di Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*

¹¹⁰ "L'azionariato attivo di per sé non altera la selezione dei titoli e solitamente assume la forma del dialogo, della negoziazione, della persuasione. Le azioni sono spesso condotte senza una risonanza pubblica, anche se il voto nelle assemblee ordinarie o straordinarie degli azionisti è talvolta utilizzato" (Forum per la Finanza Sostenibile)

¹¹¹ Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 22-23

Nel grafico 1.3 è riportato uno schema riassuntivo dell'attività di presentazione delle risoluzioni:

Grafico 1.3 – Il processo di presentazione delle risoluzioni



Fonte ed elaborazione: O'Rourke, *Op. Cit* – pag.16

Il processo inizia con l'identificazione delle problematiche socio ambientali da parte degli azionisti che, successivamente, redigono il documento e lo sottopongono alla compagnia avviando, di fatto, l'attività di *engagement*. Una volta che la proposta è stata presentata, in generale, possono verificarsi tre scenari:¹¹²

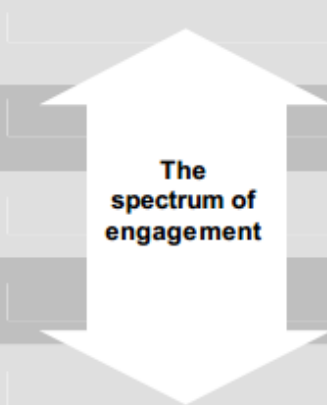
1. La risoluzione può essere ritirata dal socio in quanto la società mostra di essere sensibile alla tematica e di adoperarsi per essa. Si avvia quindi una fase di negoziazione volta alla ricerca di un compromesso (che viene solitamente considerato al pari di una vittoria);
2. La risoluzione viene esclusa dalla società in quanto, ad esempio, essa reputa di avere già implementato azioni volte ad ottenere quanto richiesto dal documento;
3. Il documento viene presentato all'incontro degli azionisti al fine di procedere ad una votazione su di esso;

A seconda dell'intensità con cui queste operazioni vengono svolte, dall'esercizio del diritto di voto in assemblea e dall'attivismo dimostrato nella presentazione di

¹¹² O'Rourke, *Op. Cit.*, pag. 27

risoluzioni, si suole distinguere tra politiche di *soft* e *hard engagement*.¹¹³ Nella tabella 1.6 è possibile osservare lo “spettro” di azioni utilizzabili che caratterizzano l’intensità del coinvolgimento.

Tabella n.1.6 – Lo spettro di attività nella fase di engagement

Measure	Description	Discipline
Rational Ignorance	Passivity	Exit or threat of exit
Alignment measures	Promoting financial incentive to align managers' interests	 <p>The spectrum of engagement</p>
External control	Activism to protect exit (eg to remove anti-takeover measures)	
Internal governance	Activism to protect voice and voting rights	
Dialogue and negotiation	Face to face dialogue, and relational investing	
Board monitoring	Influencing membership and independence of board	
Proxy battles	For direct control	
		Replacement

Fonte ed elaborazione: McLaren Duncan, *Op. Cit.*, pag. 2

Dalla tabella si evince come le azioni praticabili siano disparate e con intensità variabile: si passa da attività di dialogo e negoziazione a mera consulenza, si opera al fine di mantenere l’indipendenza del board o si avviano “battaglie” per sostituirlo, e si giunge fino ad arrivare alla possibilità di uscita dalla schiera degli azionisti. Qualora infatti la fase di *engagement* non produca gli effetti sperati, l’investitore può giungere fino al disinvestimento (strategia “*exit*”), o limitarsi ad una attività di investimento attivo (strategia “*voice*”), sulla base dei concetti elaborati da Albert Hirschman nel

¹¹³ Signori Silvana, (2013), *SRI e influenza sul comportamento delle imprese: il caso dell’engagement*, in Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 66-73

1970.¹¹⁴ Una decisione di questo tipo è tuttavia considerata una soluzione “estrema” e parzialmente in contrasto con gli obiettivi stessi dell’attività di engagement; in tale direzione Signori (2013) afferma che *“se lo scopo è quello di promuovere il cambiamento di determinati comportamenti in favore di una maggiore sostenibilità, il detenere anche una minima quota in una azienda può permettere una partecipazione attiva nel processo di formazione delle decisioni, cosa invece inibita nel caso di disinvestimento”*.¹¹⁵

Si predilige pertanto il ricorso a pratiche di *voice* realizzate mediante l’istituzione di gruppi o “coalizioni” di investitori, al fine di rendere maggiormente “udibili” le istanze proposte.¹¹⁶

Il Forum per la Finanza Sostenibile identifica i vantaggi e gli svantaggi dell’azionariato attivo: con riferimento alla prima categoria si ricorda che, come sostenuto da Dal Maso, la pratica di engagement *“non è vincolante sotto il profilo della gestione finanziaria, perché non crea significativi bias settoriali (come nel caso delle esclusioni), è più efficace in termini di miglioramento delle prassi operative delle imprese partecipate, si presta meglio ad azioni congiunte di più investitori interessati a perseguire obiettivi simili e, infine, garantisce una visibilità maggiore dell’investitore impegnato nei confronti dei propri stakeholders primari”*. E’ inoltre importante specificare che lo *shareholder advocacy* non influisce sulla fase di *screening*: i due step vengono considerati complementari e il processo di selezione ed esclusione dei titoli non viene intaccato da questa pratica.¹¹⁷ Essa costituisce pertanto un “arricchimento” dell’istruttoria di selezione degli investimenti e non una pratica alternativa ad essa.

Di contro, con riferimento ad eventuali problematiche, si ricorda lo scarso peso relativo agli *asset* detenuti, *“risolvibile attraverso “cordate” di investitori istituzionali che si consorziano per acquistare una valenza maggiore nella negoziazione con l’impresa o*

¹¹⁴ Hirschman O. Albert , (1970), *Exit Voice and Loyalty*, Harvard University Press.

¹¹⁵ Signori, 2013, *Op. Cit.*, pag. 68

¹¹⁶ Si veda nota precedente

¹¹⁷ *“L’azionariato attivo di per sé non altera la selezione dei titoli e solitamente assume la forma del dialogo, della negoziazione, della persuasione. Le azioni sono spesso condotte senza una risonanza pubblica, anche se il voto nelle assemblee ordinarie o straordinarie degli azionisti è talvolta utilizzato”* (Forum per la Finanza Sostenibile)

*per minimizzare i costi di ricerca ed analisi sugli aspetti sui quali si intende sensibilizzare”, e al possibile insorgere di conflitti d’interesse.*¹¹⁸

Giunti a questo punto è necessario determinare gli effetti di tale pratica con riferimento alla performance economica delle imprese da essa caratterizzate, e valutare se, e come, essa comporti un reale cambiamento nei comportamenti dei soggetti economici.

In entrambi i casi la letteratura sul tema non è unanime e i risultati a cui si è giunti, illustrati da Signori (2013), appaiono persino contrastanti.

In Dell’Atti, Intonti e Iannuzzi (2010) si afferma per esempio che esiste una correlazione positiva tra le prestazioni economiche delle imprese e l’“aggressività e visibilità” con cui vengono condotte le campagne di sensibilizzazione.¹¹⁹

Di contro in Haigh e Hazelton (2004) si giunge alla conclusione che tale pratica non produce cambiamenti di rilievo.¹²⁰

Discordanti sono inoltre gli studi di Hudson e Wehrell (2004)¹²¹ rispetto a quello di David, Bloom e Hillman (2007);¹²² mentre nel primo si sottolinea come i finanziatori abbiano un enorme potere di condizionamento sulle politiche aziendali, il secondo reputa le pratiche dell’*engagement* e dello *shareholder activism* persino dannose, in quanto necessitano di risorse che vengono distolte da altri investimenti “sociali”.

Come possiamo osservare non si è ancora in possesso di una risposta univoca e definitiva sull’efficacia di questa pratica tuttavia, come affermato da O’Rourke (2003), qualunque sia la conclusione, essa ha il merito di “*aprire la corporate social responsibility ad un pubblico più ampio*” e di “*stimolare l’attenzione dei media consentendo di uscire dalle sezioni “ghetto” dei giornali e finire nelle pagine di business*”.¹²³

¹¹⁸ Cfr: http://www2.sa.unibo.it/~barbara.petracci/FinanzaEtica/Materiale/SRI_Dal%20Maso.pdf

¹¹⁹ Dell’Atti Antonio, Intonti Mariantonietta, Iannuzzi Antonella, (2010), *Azionariato Attivo e soft engagement nei fondi SRI europei: un’analisi empirica*, in “Banche e Banchieri n. 6/2010”

¹²⁰ Haigh Matthew, Hazelton James, (2004), *Financial markets: a tool for social responsibility?*, in “Journal of Business Ethics – vol. 52 n.1”

¹²¹ Hudson Richard, Wehrell Roger, (2004), *Socially responsible investors and the micro entrepreneur*, in “Journal of Business Ethics, 60(3)

¹²² Parthiban David, Bloom Matt, Hillman Amy, (2007), *Investor activism, managerial responsiveness and corporate social performance*, in “Strategic Managerial Journal n.28”

¹²³ O’Rourke, *Op. Cit.*, pag. 27

1.2.3 I limiti del rating etico

Come per il suo corrispondente “tradizionale”, anche il rating di tipo etico è soggetto ad alcune problematiche che ne limitano l’efficacia e mettono in discussione la sua affidabilità.

In primis va evidenziata la mancanza di uno standard universale condiviso che consenta comparazioni tra le diverse valutazioni; l’assenza di una metodologia operativa e di criteri di classificazione comuni, infatti, limita fortemente il potenziale di questo strumento e rischia di minare la credibilità dei risultati ottenuti. Secondo Jonathan Wisebroad (2007), “*al fine di sfruttare pienamente il potenziale quantitativo delle valutazioni sull’impatto sociale è necessario sviluppare un diffuso e standardizzato sistema di rating*”.¹²⁴

Secondariamente, si evidenzia un problema di autoreferenzialità: le informazioni raccolte e su cui poggia l’istruttoria derivano in gran parte da contatti diretti avuti con l’azienda in questione, e raramente, o perlomeno per una parte assai minoritaria, sono frutto di un profondo e scrupoloso processo ispettivo, peraltro non sempre possibile.

Secondo uno studio, datato 2005, dell’associazione dei consumatori Adiconsum, nell’ambito del progetto europeo SA&CO (Social Accountability and Consumers), troppo spesso i bilanci sociali sono pervasi “*di un tono autocelebrativo, che rischia di far percepire i bilanci sociali come strumenti di marketing, con l’assenza di qualunque riferimento alle criticità. (...) Si parla dei consumatori ma non ai consumatori. I primi destinatari sono le agenzie di rating*”.¹²⁵

In Marcus Fenchel (et al.) (2005), si identificano inoltre quattro questioni principali:¹²⁶

1. Soggettività: l’identificazione dei valori di fondo e la ponderazione di essi rischia di essere influenzata dalla visione soggettiva degli addetti coinvolti.
2. Eterogeneità degli investimenti: ogni settore in cui si investe, seppur rispettoso dei principi ESG, ha peculiarità proprie che possono accentuarsi ulteriormente in presenza di differenze geografiche. Una società di servizi non può essere

¹²⁴ Wisebroad, *Op. Cit.*, pag. 33

¹²⁵ Cfr: <http://www.rsine.ws/newsformat1.asp?news=976>

¹²⁶ Marcus Fenchel (et al.), *Op. Cit.*, pag. 66-67

valutata, nell'impatto ambientale, con gli stessi pesi con cui si valuta, per esempio, una acciaieria.

3. *Bad data*: le informazioni sugli impatti sociali ed ambientali, sovente, non sono nè disponibili sistematicamente, nè standardizzate. Il loro reperimento dipende inoltre fortemente dalla disponibilità delle diverse società.
4. Integrazione con l'attività finanziaria: la valutazione della sostenibilità rischia di avere una scarsa diffusione e uno scarso utilizzo, se non include ed esplicita il “peso” di quest'ultima sulle performance finanziarie. Gli *asset manager* necessitano di un *trade-off* tra il rendimento prospettico degli attivi e la sostenibilità.

Nonostante la perfezionabilità dello strumento e le problematiche qui sopra riportate, l'importanza del rating etico è stata recentemente riconosciuta, parzialmente, anche dalla legislazione nazionale.

Tramite il Decreto Legge n.1 del 24/01/2013 è stato infatti introdotto il “*Rating di legalità delle imprese*”, al fine di promuovere l'introduzione di principi etici nei comportamenti aziendali. Lo scopo è quello di rendere maggiormente meritocratico l'accesso al credito bancario introducendo un altro indicatore utile per la valutazione del soggetto richiedente.¹²⁷

Il rating etico “pubblico” potrà essere richiesto dalle imprese aventi sede in Italia con un fatturato minimo di due milioni di euro nell'ultimo esercizio, previa richiesta all'AGCM. Le società dovranno dichiarare l'assenza di condanne penali in capo al management aziendale per una serie di reati, l'assenza di provvedimenti di natura antitrust, fiscale, in tema di igiene e sicurezza nei luoghi di lavoro e la garanzia di tracciabilità dei flussi finanziari.

Nelle pagine precedenti si è detto che “essere sostenibili” ed adottare comportamenti responsabili significa andare oltre le leggi vigenti, pertanto questo strumento è ben lontano dal poter essere considerato un “vero” rating etico; tuttavia siamo comunque di fronte ad una richiesta formale di strumenti in grado di valutare la sostenibilità degli investimenti e la responsabilità ESG delle società. Si può considerare quindi questo

¹²⁷ Ludovico Marco, (2012), *Alle imprese il «rating della legalità*, in “Il Sole 24 Ore” del 16/10/2012, disponibile all'indirizzo: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2012-11-16/alle-imprese-rating-legalita-064446.shtml?uuid=AbYIPN3G>

riconoscimento come un primo passo nella volontà di attribuire rilevanza sostanziale al rating etico tra i criteri di valutazione.

1.3 Gli indici di responsabilità sociale

Nel campo delle “valutazioni ESG” utilizzate nell’ambito delle decisioni di investimento, si possono annoverare anche i cosiddetti “indici azionari etici” o “indici socialmente responsabili”.

Se è pur vero che l’obiettivo primario di tali indicatori è quello di misurare la performance degli investimenti responsabili e fornire un indicatore di *benchmark*, come definito da Borsa Italiana, “*un indice etico rappresenta una sorta di certificazione di qualità sull’impegno sociale e ambientale di un’azienda e un riconoscimento alla sua attività*”.¹²⁸ Sottostante alla creazione del paniere considerato dall’indicatore, vi è pertanto una valutazione di sostenibilità che, seppur volta ad un obiettivo parzialmente diverso da quello del rating, ha delle evidenti affinità con esso. Per questa ragione Di Turi (2010) definisce gli indici etici come “*la massima espressione del rating etico*”.¹²⁹

Gli indici socialmente responsabili hanno una storia recente e trovano la propria ragion d’essere nel consentire, agli operatori interessati, di operare esclusivamente su titoli azionari socialmente responsabili, “filtrando” tutti quelli che non rispondono ai requisiti fissati; parallelamente a ciò, essi consentono di avere un’indicazione immediata e semplice sul rendimento e sulla performance degli investimenti. Ciò ha fatto sì che essi, con il passare degli anni, venissero utilizzati dalle Società di Gestione del Risparmio, come dei veri e propri indici di *benchmark*.¹³⁰

Un indice azionario è, in genere, una media ponderata dei prezzi dei titoli negoziati in un determinato mercato, costruita con lo scopo di offrire una misura sintetica

¹²⁸ Cfr: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-etici170.htm>

¹²⁹ Di Turi Andrea, (2010), *Indici etici, il “benchmark” della finanza etica*, (modificato il 4 novembre 2010, consultato il 13 settembre 2013), disponibile all’indirizzo:

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

¹³⁰ Regalli, Soana, Tagliavini, *Op. Cit.*, pag. 10

dell'andamento di esso e di rappresentare un riferimento per i contratti indicizzati e per gli strumenti derivati.¹³¹

La costruzione di un indice azionario etico prevede che, preliminarmente all'attività quantitativa tipica di tali indicatori, vi sia una istruttoria propedeutica volta ad identificare “*il panel di titoli candidati ad entrare nell'indice*”.¹³²

A tal fine si utilizza la metodologia dello *screening* suddivisa in tre distinti step:

1. Identificazioni dei criteri inclusivi e/o esclusivi da utilizzare nello *screening*, per cui si rimanda al paragrafo 1.2.1
2. La ricerca di notizie ed informazioni relative alle società oggetto di analisi, effettuata tramite l'ausilio di documenti societari, siti web, *Bloomberg*, *Reuters*, agenzie di rating associazioni no-profit e media.
3. Inserimento nel database di calcolo dell'indicatore.

Una volta terminata questa fase si prosegue mediante la definizione delle caratteristiche tecniche che i titoli, che andranno a comporre l'indice, devono rispettare: esempi in tal senso sono il criterio della liquidità misurata attraverso il flottante, la frequenza media degli scambi e il *traded value ratio*, ossia il rapporto tra l'ammontare degli scambi e la capitalizzazione di mercato corretta tramite il flottante. Ad esempio, gli indici MSCI considerano le società che per ogni mercato di riferimento rappresentano l'85% del *free float-adjusted market cap*, ossia quella quota di capitale potenzialmente negoziabile sul mercato.

Successivamente si stabilisce l'opportunità di costruire un indicatore “completo”, comprensivo quindi di tutte le azioni quotate, ovvero di un indice “sintetico”.

Con riferimento infine alle metodologie di calcolo utilizzate si ricordano:

- Media dei prezzi, come ad esempio il *Dow Jones Industrial Average (DIA)*.
- La *full market capitalization*, che prevede la ponderazione di ogni titolo inserito nell'indice per l'intera capitalizzazione di mercato.
- *Adjusted market capitalization for free float*, per cui la ponderazione viene effettuata con riferimento a tutte le azioni “acquistabili” sul mercato, e non all'intera capitalizzazione di mercato.

¹³¹ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 141

¹³² La metodologia illustrata, i dati e gli esempi citati fanno integralmente riferimento a quanto riportato in Calcaterra, Perrini, *Op. Cit.*, pag. 251-285

A titolo esemplificativo vengono brevemente esposti gli indici socialmente responsabili più utilizzati, il *Dow Jones Sustainability World Index* e l'*Ethical Index Euro*, con particolare riferimento alle valutazioni operate in fase di analisi qualitativa.

Il *Dow Jones Sustainability World Index* si compone di più di 300 azioni che rappresentano il 10% delle società quotate nei paesi coperti dall'indice tradizionale di riferimento, il *Dow Jones Global Index*.

L'indicatore misura la performance dei titoli della società leader a livello mondiale in termini di criteri economici, ambientali e sociali e per tale ragione si avvale dell'approccio *best in class*, ovvero nessun settore di business è escluso.

Al fine di reperire le informazioni necessarie al processo d'istruttoria, l'indice si avvale di un questionario (denominato "*RobecoSAM Questionnaire*") di circa 120 domande e l'analisi viene effettuata sia mediante criteri generali standard per ogni società, sia attraverso un processo di *engagement* volto ad identificare le specificità di ogni azienda.

133

L'*Ethical Index Euro* è invece composto da 150 società europee a elevata capitalizzazione, che rispondono a criteri di *socially responsible investing*.

L'indice considera "non etiche" tutte quelle società che ottengono un fatturato superiore al 2% da settori quali:¹³⁴

- Nucleare
- *Gambling* (gioco d'azzardo)
- Tabacco
- Alcool
- Anticoncezionali (solo su esplicita richiesta)
- OGM alimentari
- Società mediche e farmaceutiche che si avvalgono di embrioni.

Le aziende operanti nella pornografia, nel settore militare, coinvolte in episodi di *money laundering* (riciclaggio di denaro) o condannate per la formazione di cartelli industriali, sono invece escluse aprioristicamente.

¹³³ Per approfondimenti si rimanda al sito ufficiale, raggiungibile all'indirizzo:
<http://www.sustainability-indices.com/>

¹³⁴ Calcaterra, Perrini, *Op. Cit.*, pag. 264-267

Al contrario, con riferimento al settore automobilistico, chimico, tessile, elettrico e petrolchimico, l'indice si avvale di un approccio *best in class*, volto a premiare *best practice* quali, ad esempio, l'adozione di standard ambientali del paese di origine e non di quello ospitante (nel caso di attività in paesi del Terzo Mondo) o lo sviluppo e utilizzo di fonti di energia rinnovabili.

Capitolo 2

Le metodologie di misurazione e definizione

2.1 La *content analysis*

L'attribuzione di un rating etico mediante il ricorso alla pratica della *content analysis* trova il proprio fondamento teorico nel lavoro svolto da Abbott e Monsens nel 1979. Gli autori definiscono questa pratica come “una tecnica per la raccolta dei dati e la codificazione di informazioni qualitative in categorie, utilizzata al fine di derivare delle scale quantitative dei vari livelli di complessità”.¹³⁵

Essa è operativamente implementata attribuendo un punteggio dicotomico (0-1), simboleggiante la presenza/assenza dell'attributo in esame, ad ogni caratteristica oggetto dell'analisi. Il punteggio ottenibile sarà quindi compreso tra zero e il numero degli elementi considerati.

Le argomentazioni a supporto dell'utilizzo della *content analysis* sono riconducibili a tre categorie principali:¹³⁶

1. La tecnica è applicabile alla maggior parte delle imprese e ciò consente agli operatori di definire standard operativi di istruttoria;
2. I costi di ricerca sono inferiori rispetto a quelli di altre metodologie di calcolo;
3. I documenti su cui la ricerca poggia sono prevalentemente pubblici e non è pertanto necessario instaurare forme di cooperazione con i soggetti valutati;

Traendo spunto dal lavoro dei due economisti sono stati realizzati, nel tempo, diversi modelli di attribuzione del rating etico mediante tale tecnica; di seguito viene esposto lo schema elaborato da Intonti e Iannuzzi (2010).¹³⁷

¹³⁵ Abbot F. Walter, Monsen R. Joseph, (1979), *On the measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported disclosures as a method of measuring Corporate Social Involvement*, in “Academy of Management Journal, vol.22 n.3/1979” – pag. 501-515

¹³⁶ Abbot, Monsen, *Op.Cit.*, pag. 507

L'analisi metodologica è, nel lavoro in esame, suddivisa in due fasi distinte: nella prima viene predisposto uno schema di informazioni rilevanti ai fini dell'attribuzione del giudizio etico, mentre nella seconda si verifica l'effettiva corrispondenza di essi nei soggetti selezionati. A livello operativo le autrici hanno, per alcuni attributi, "affinato" la tecnica della *content analysis* non limitando l'attribuzione di un punteggio solo sulla base della presenza o assenza della caratteristica, ma introducendo un livello "intermedio" pari a 0,5.¹³⁸

Si è quindi proceduto a definire preliminarmente un modello costituito da 49 *items* scelti e definiti "sulla base della letteratura in materia, delle best practice del settore, delle recenti disposizioni emanate dalla Consob in materia di finanza etica, nonché degli standard di valutazione dei fondi etici che si vanno diffondendo sia a livello teorico che pratico".¹³⁹

Con riferimento al secondo *step*, attinente all'implementazione del modello, sono stati presi in considerazione dei fondi socialmente responsabili di diritto italiano collocati sul mercato domestico e destinati alla clientela *retail*¹⁴⁰ e, ai fini della valutazione, ci si è avvalsi di diverse fonti informative tra cui il prospetto e il regolamento del fondo, il rendiconto annuale e le informazioni messe a disposizione dalle SGR sui siti web e nei documenti societari.¹⁴¹

Nella tabella 2.1 è rappresentato il modello, elaborato dalle due economiste, per l'attribuzione del rating etico.

¹³⁷ Iannuzzi Antonella, Intonti Marianonietta, (2010), *Grado di eticità e pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia*, in "Forum Bancaria n. 4/2010", Roma – pag. 30-48

¹³⁸ Le autrici motivano tale scelta con la necessità di rendere più precisa e puntuale la valutazione.

¹³⁹ Iannuzzi, Intonti, *Op. Cit.*, pag. 39

¹⁴⁰ I fondi considerati sono Aureo Finanza Etica, BNL per Telethon, Ducato Etico Fix, Ducato Etico Flex Civita, Ducato Etico Geo, Eurizon Azionario Internazionale Etico, Eurizon Diversificato Etico, Eurizon Obbligazionario Etico, Gestielle Etico Azionario, Gestielle Etico Obbligazionario, Nordfondo Etico Obbligazionario Misto, BdS Arcobaleno Etico, Pioneer Obbligazionario Euro, UBI Pramerica Azionario Etico, Valori Responsabili Azionario, Valori Responsabili Bilanciato, Valori Responsabili Monetario, Valori Responsabili obbligazionario

¹⁴¹ Tale passaggio esula dallo scopo di illustrare alcune metodologie di "valutazione dell'eticità" proprio di questo lavoro e pertanto non verrà dettagliato nelle pagine seguenti.

Tabella 2.1 – Schema di attribuzione del rating etico mediante *content analysis*

Fenomeno indagato	Indicatore	Punteggio
<i>Criteria di screening</i>	Diritti Umani	0 - non utilizzo del criterio 1 - utilizzo del criterio
	Azioni Militari	
	Pena di morte	
	Armi e manufatti bellici	
	Tabacco	
	Alcolici	
	OGM	
	Dignità umana	
	Salute	
	Energia nucleare	
	Gioco d'azzardo	
	Ambiente e sviluppo sostenibile	
	Cooperazione internazionale	
	Animal testing	
	Sicurezza e qualità dei prodotti	
	Tutela dei lavoratori	
	Lavoro minorile	
Corporate Governance		
Social risk management ¹⁴²		
Regole di concorrenza		
<i>Articolazione criteri di screening</i>	Distinzione tra criteri positivi/negativi	0 - non utilizzo del criterio
	Distinzione dei criteri tra imprese e Stati	0,5 - informazione non chiara
	Distinzione dei criteri positivi tra imprese e Stati	1 - utilizzo del criterio
	Distinzione dei criteri negativi tra imprese e Stati	1 - utilizzo del criterio
	Presenza di un Comitato Etico	0 - non utilizzo del criterio 1 - utilizzo del criterio
<i>Controllo sul processo di selezione</i>	Composizione del Comitato Etico	0 – assenza o incompletezza dell'informazione 0,5 - componenti ≤ 3 1 - componenti > 3

¹⁴² Per *social risk management* le autrici intendono l'attenzione posta dai fondi alle imprese che implementano metodologie atte a gestire eventuali rischi ambientali, sociali e reputazionali.

	Funzioni del Comitato Etico	0 – assenza o incompletezza dell'informazione 0,5 - funzioni ≤ 3 1 - funzioni > 3
	Esistenza di altri Comitati di controllo (Comitato <i>stakeholder</i>)	0 - assenza di altri comitati 1 - presenza di altri comitati
	Certificazione/consulenza sulla composizione etica del ptf da parte di advisor etici (o esterni)	0 - assenza di certificazione/informazione 1 - presenza di certificazione
<i>Altre criteri di eticità</i>	Adesione EUROSIF	0 - non utilizzo del criterio 1 - utilizzo del criterio
	Marchio di qualità ETHIBEL	
	Adesione a codici di autoregolamentazione (es. Assogestioni / Nazioni Unite)	
	Presenza di un codice etico interno di comportamento	
	Azionariato attivo	0 - no azionariato 0,5 - soft engagement 1 - hard engagement
	Devoluzione	0 - assenza del criterio 0,5 - presenza del criterio 1 - devoluzione e indicazione dell'ammontare devoluto
	Leva finanziaria	0 - assenza dell'informazione 0,5 - leva ≤ 1,5 1 - leva > 1,5
	Elaborazione di rapporti etici	0 - non utilizzo del criterio 1 - utilizzo del criterio
Utilizzo di benchmark etici		
<i>Compliance rispetto agli obblighi informativi CONSOB (da prospetto)</i>	Informazioni su obiettivi e caratteristiche del prodotto qualificato come etico	0 - assenza dell'informazione 0,5 - informazione non chiara
	Informazioni sui criteri generali di selezione degli strumenti finanziari	

<i>informativo)</i>	Informazioni sulle politiche e sugli obiettivi perseguiti nell'esercizio dei diritti di voti connessi agli strumenti detenuti in ptf	1 - informazione chiara e completa
	Destinazione di parte dei proventi per iniziative di carattere sociale o ambientale	
	Esplicazione delle procedure utilizzate per il raggiungimento degli obiettivi di eticità prefissati	
	Adesione a codici di autoregolamentazione	
<i>Compliance rispetto agli obblighi di rendicontazione CONSOB (da rendiconto di gestione)</i>	Presenza delle informazioni precedenti sul sito web del SGR di gestione/promozione del fondo (in forma sintetica)	
	Illustrazione delle attività di gestione in relazione ai criteri di selezione degli investimenti	
	Presenza di informazioni in merito all'esercizio del diritto di voto	
	Presenza delle informazioni precedenti sul sito web del SGR di gestione/promozione del fondo (in forma estesa)	
	Presenza di informazioni circa la devoluzione di proventi ad iniziative socio ambientali	

Fonte: Iannuzzi, Intonti, *Op. Cit.*, pag. 39-40 - Rielaborazione propria

Dalla tabella si evince come gli indicatori utilizzati sono suddivisi in 6 categorie distinte:

- Criteri di screening;¹⁴³
- Articolazione delle informazioni utilizzate nella fase di screening;
- Controllo sul processo di selezione;
- Altri criteri di eticità;
- *Compliance* rispetto agli obblighi informativi;

¹⁴³ Definiti dagli autori sulla base della prassi operativa e dei contributi teorici/empirici disponibili in letteratura.

- *Compliance* rispetto agli obblighi di rendicontazione;

Si nota agevolmente come gran parte della valutazione sia frutto dei criteri di screening utilizzati; Intonti e Iannuzzi (2010) giustificano l'utilizzo di numerosi e diversificati indicatori con lo scopo di ridurre la dipendenza della valutazione finale dal punteggio di variabili "discutibili" quali, per esempio, l'*animal testing*. Le autrici giustificano tale operatività con la mancanza di una concettualizzazione univoca e universalmente accettata di "eticità". La sezione relativa alla *compliance* fa invece riferimento alle prescrizioni introdotte dalla legge 262 del 25/12/2005, norma che non indica le caratteristiche che i prodotti "etici" devono possedere al fine di potersi qualificare come tali, ma con la quale il legislatore delega la Consob ad introdurre degli obblighi informativi.¹⁴⁴

Il valutatore è quindi in grado, mediante lo schema esposto, di giungere facilmente ad un rating etico "numerico" scorrendo singolarmente gli indicatori riportati e attribuendo quindi il relativo punteggio derivante dall'assenza o presenza della caratteristica in oggetto. Nel lavoro delle due economiste l'applicazione del modello sul campione sopraccitato ha fornito risultati compresi in un *range* tra 13 e 34, con un giudizio medio del 57,62% di criteri soddisfatti.¹⁴⁵

L'applicazione della *content analysis* ai fini dell'attribuzione di un giudizio etico elaborata da Intonti e Iannuzzi (2010) non deve essere considerata rigidamente: i 49 *items* selezionati sono il frutto delle considerazioni effettuate dalle due autrici, pertanto gli operatori economici o i soggetti valutatori possono trarre spunto dallo schema proposto e dalla metodologia operativa utilizzata modificando gli indicatori da considerare a seconda delle proprie esigenze.

A conferma di ciò, si riporta l'analisi svolta da Funari (2012) che, mediante l'utilizzo dello strumento in oggetto, attribuisce un giudizio di rating etico a seguito di una istruttoria più complessa rispetto a quella delle due economiste.

L'approccio, denominato "Valutazione Multicriteriale", si propone di valutare l'eticità dei diversi fondi d'investimento (k) avvalendosi di quattro macro-categorie di criteri

¹⁴⁴ La Consob ha esercitato la delega introdotta dalla legge citata modificando alcune sezioni del Regolamento degli Intermediari; in particolare si ricorda il Libro VII "Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile".

¹⁴⁵ Le percentuali sono calcolate sul punteggio massimo ottenibile - Iannuzzi, Intonti, *Op. Cit.*, pag. 41

SRI (V_{ik}) ognuno caratterizzato da “*un insieme di punti/questioni che caratterizzano l’aspetto di responsabilità sociale*” (n_i).¹⁴⁶

Nella tabella 2.2 è illustrato lo schema proposto dall’autrice:

Tabella 2.2 – I 4 criteri SRI secondo Funari

Criteri SRI	Articolazione
<i>Screening negativo</i>	1.Armi da fuoco; 2.Armi e forn. militari; 3.Energia nucleare; 4.Tabacco; 5.Gioco d’azzardo; 6.Violazioni diritti umani; 7.Violazioni diritti del lavoro; 8.Regimi oppressivi; 9.Pornografia; 10.Alcool; 11.Test sugli animali; 12.Allevamento industriale; 13.Pellicce; 14.Impatto ambientale e utilizzo eccessivo risorse; 15.OGM; 16.Prodotti dannosi alla salute e all’ambiente; 17.Altro
<i>Screening positivo</i>	1.Prodotti benefici alla salute e/o all’ambiente; 2.Prodotti innovativi e benefici per la qualità della vita; 3.Gestione resp. e relazioni con i consumatori; 4.Tutela ambientale; 5.Gestione resp.dei lavoratori; 6.Tutela dei diritti umani; 7.Promozione e sviluppo comunità locali; 8.Corporate Governance; 9.Altro
<i>Garanzie di controllo</i>	1.Presenza di un comitato etico; 2.Utilizzo di un <i>advisor</i> esterno.
<i>Trasparenza</i>	1.Il fondo mette a disposizione dei clienti informazioni dettagliate riguardo ai criteri SRI; 2.Il fondo fornisce informazioni sui cambiamenti apportati al portafoglio; 3.Il fondo rende note le fonti e i metodi impiegati per acquisire informazioni; 4.Il fondo fornisce informazioni sui cambiamenti avvenuti nei criteri SRI; 5.Il fondo fornisce informazioni agli investitori sugli interventi intrapresi attraverso l’esercizio del diritto di voto, su tematiche SRI; 6.Il fondo fornisce informazioni sull’attività di engagement legata a tematiche SRI. 7.Il fondo fornisce ai clienti altre informazioni legate a tematiche SRI.

Fonte: Funari, *Op. Cit.*, pag. 7

¹⁴⁶ Funari, *Op. Cit.*, pag. 7

Come per il lavoro svolto da Intonti e Iannuzzi (2010), ogni sotto-criterio viene valutato mediante l'utilizzo di valutazioni binarie “*basate su risposte del tipo si/no, soddisfazione/non soddisfazione, presenza/assenza della caratteristica etica considerata*”.¹⁴⁷ La valutazione totale dei 4 macro-criteri SRI è invece il risultato della media fra il numero di questioni che hanno ricevuto un riscontro positivo (n_{ik}) e il numero totale di sottocriteri (n_i) per ogni fondo considerato (k). In termini matematici la relazione è la seguente:

$$V_i(k) = \frac{n_{ik}}{n_i}$$

Secondo la valutazione multicriteriale il rating etico è il risultato della “*somma pesata delle valutazioni assegnate al fondo k per ciascun criterio SRI considerato nell'analisi*”; questo consente, a differenza dell'approccio base visto all'inizio del paragrafo, di attribuire diversa importanza (rappresentata dal coefficiente w_i) ai quattro macro-indicatori considerati preferendo, ad esempio, un fondo *best in class* rispetto ad uno caratterizzato da esclusioni settoriali. In termini matematici il rating etico del fondo (e_k) è pari a:

$$e_k = V_1(k)w_1 + V_2(k)w_2 + V_3(k)w_3 + V_4(k)w_4$$

Dove V_1 , V_2 , V_3 e V_4 sono le valutazioni ottenute nei 4 macrocriteri SRI considerati (ottenute mediante l'ausilio della *content analysis* e, successivamente, tramite il calcolo del punteggio medio) e w_1 , w_2 , w_3 e w_4 i “pesi”, la cui somma è pari a 100, attribuiti a ciascuno di essi.

Nel lavoro svolto da Funari (2012), mediante una distribuzione omogenea dei pesi delle quattro categorie, pari a 25 per ognuna di essa, il punteggio massimo ottenuto si attesta a 84,03 mentre il valore minimo è pari a 19,85.¹⁴⁸

Una parziale rivisitazione o modifica dello schema di partenza si rende inoltre necessaria, oltre che per perfezionare il giudizio risultante, anche in considerazione di alcune evidenti criticità riconducibili sia alla tecnica della *content analysis*, sia al suo utilizzo nel calcolo di una valutazione etica. In particolare Abbot e Monsens (1979)

¹⁴⁷ Funari., *Op. Cit.*, pag. 11

¹⁴⁸ Il fondo con il punteggio massimo è *Dexia Sust Europe* mentre quello con il rating “peggiore” è NordFondo Etico Obbligazionario Misto - Funari, *Op. Cit.*, pag. 13

evidenziano come le informazioni ottenute siano in prevalenza provenienti da documenti societari pubblici che, per diversi motivi, potrebbero sovrastimare o sottostimare la propria “performance etica”; ad esempio, in considerazione dei costi derivanti dal coinvolgimento dell’azienda in attività socio-ambientali, gli azionisti potrebbero concludere che il management non è in grado di raggiungere l’obiettivo di massimizzazione del profitto tipico di una visione economica “alla Friedman” e sarebbero quindi scoraggiati dall’investimento.¹⁴⁹

In aggiunta a ciò, i due economisti evidenziano come l’applicazione di tale metodologia dipenda dalla codificazione in categorie delle diverse tematiche societarie, operazione che, se svolta erroneamente, potrebbe rendere non rappresentativo il giudizio ottenuto; infine l’attribuzione di un punteggio sulla sola base della presenza/assenza della caratteristica in oggetto, non consente di misurare “l’intensità” del coinvolgimento aziendale nelle diverse tematiche.¹⁵⁰

A tali criticità Intonti e Iannuzzi (2010) aggiungono il già citato eccessivo “peso” attribuito alle variabili dello screening e alla conseguente penalizzazione che gestori di tipo “*best in class*” potrebbero avere. Tale problema è tuttavia risolvibile, nel modello proposto da Funari (2012), modellando i diversi pesi al fine di bilanciare la valutazione. Le autrici sottolineano inoltre come “*l’indagine risenti di un certo grado di discrezionalità*” dovuta, ad esempio, alla scelta di equiparare, in termini di punteggio, la mancanza di informazioni relativa ad un determinato criterio al mancato utilizzo del criterio stesso; tale scelta viene tuttavia giustificata mediante il principio secondo cui la mancanza di una specifica informazione è assimilabile ad un livello di scarsa trasparenza del fondo che, pertanto, deve essere valutato in maniera negativa.¹⁵¹

¹⁴⁹ Il riferimento è alla visione secondo cui il management deve agire nell’esclusivo interesse degli azionisti; a tal fine si ricorda la celebre affermazione “*no taxation without representation*” – Friedman Milton, (1970), *The social responsibility of business is to increase profits*, in “The New York Times Magazines, Settembre/13” pag. 32-33

¹⁵⁰ Abbot, Monsen, *Op.Cit.*, pag. 506-507

¹⁵¹ Intonti, Iannuzzi, *Op. Cit.*, pag. 39

2.2 Il metodo “sustainable value”

Nel 1992 nasce un programma dell’Unione Europea, denominato “*Life Environment Program*”; scopo del progetto è quello di stimolare e finanziare lo sviluppo di strumenti atti a garantire un’avanzata tutela ambientale che possano essere implementati nelle diverse realtà, aggiornati e monitorati costantemente.¹⁵²

Tra i progetti finanziati trova spazio quello denominato ADVANCE (*Application and Dissemination of Value-Based Eco-Ratings in Financial Markets*), che si propone di misurare l’impatto di variabili ambientali o sociali mediante i concetti di costo opportunità e valore sostenibile.¹⁵³ A tal fine il progetto si avvale della metodologia “*Sustainable Value*” elaborata da accademici provenienti dalle Università di Berlino, Marsiglia e Leeds.¹⁵⁴

La particolarità di tale metodologia risiede nel fatto che essa misura la sostenibilità aziendale mediante un approccio “monetario”; essa applica la logica degli investimenti finanziari nell’analisi di risorse ambientali e sociali mostrando il valore che l’azienda genera o distrugge dall’utilizzo di queste risorse. A tal fine essa parte dall’assunto che solo un investimento che “batte” il benchmark crea valore, pertanto un raffronto tra l’utilizzo delle risorse socio-ambientali della società valutata e di un benchmark di riferimento consente di giungere ad un giudizio sintetico sulla responsabilità o “eticità” del soggetto valutato.¹⁵⁵

A tal proposito Frank Figge e Tobias Hahn (2005), due degli studiosi che hanno elaborato il progetto, hanno affermato: “*la nostra metodologia prende in prestito l’idea dall’economia finanziaria che il rendimento del capitale deve coprire il costo del capitale. I costi sono determinati come costi opportunità, ossia i ritorni che sarebbero stati creati da investimenti alternativi. Applichiamo ed estendiamo la logica dei costi*

¹⁵² Per maggiori informazioni sul progetto si rimanda al sito ufficiale disponibile all’indirizzo:

<http://ec.europa.eu/environment/life/about/index.htm>

¹⁵³ Il sito ufficiale del progetto è raggiungibile all’indirizzo <http://www.advance-project.org/>

¹⁵⁴ Nel dettaglio la metodologia è elaborata dai professori Frank Figge e Tobias Hahn dell’*Euromed Marseille Management School*, dal dottor Andrea Liesen del *Institute for Ecological Economy Research* di Berlino, dal dottor Ralf Berkemeyer dell’Università di Leeds e da Frank Muller dell’*Institute for Futures Studies and Technologie Assessment* di Berlino. Il sito ufficiale della metodologia è disponibile all’indirizzo: <http://www.sustainablevalue.com>

¹⁵⁵ ADVANCE, (2006), *The ADVANCE guide to Sustainable Value Calculations*, disponibile all’indirizzo <http://www.advance-project.org/handbook/download/index.html>

*opportunità di valorizzazione non solo al capitale economico, ma anche ad altre forme di capitale. Questo permette (...) di calcolare il rendimento di sostenibilità delle aziende e di calcolare l'ammontare di valore sostenibile generato".*¹⁵⁶

La metodologia *sustainable value* è strutturata in cinque fasi distinte:¹⁵⁷

1. Preparazione della valutazione;
2. Raccolta dei dati;
3. Calcolo del valore sostenibile;
4. Ponderazione del risultato alle dimensioni del soggetto valutato;
5. Interpretazione;

Nella prima fase si procede a determinare le compagnie e gli indicatori oggetto della valutazione, il benchmark di riferimento, il lasso di tempo da considerare e la variabile di raffronto.

Unico prerequisito relativo alla scelta dei valutati riguarda la disponibilità delle informazioni; in tal senso la metodologia si avvale dei dati disponibili nei documenti pubblici aziendali o ricavabili da essi.

La scelta del benchmark di riferimento è un momento di importanza cruciale in quanto da essa dipende l'attendibilità dei risultati; è infatti importante tenere a mente che i valori ottenuti indicano la performance di sostenibilità dei soggetti in confronto a quella del benchmark selezionato. Un'errata scelta di esso comporterebbe giudizi non veritieri o perlomeno non rappresentativi. Nello studio condotto da ADVANCE sul valore generato dalle principali 65 società europee industriali, si è scelto di utilizzare la media dei prodotti interno lordi dei 15 stati costituenti l'Unione Europea fino al 2004.¹⁵⁸ Altri esempi di possibili benchmark sono il PIL di una singola nazione o il ricavo medio di un determinato settore merceologico.

¹⁵⁶ Figge Frank, Hahn Tobias, (2005), *The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies*, in "Journal of Industrial Ecology, 9(4)" – pag. 47

¹⁵⁷ L'esposizione della metodologia fa riferimento integralmente a quanto contenuto in ADVANCE, *Op. Cit* e in Figge, Hahn, *Op.Cit*. Ai fini della dissertazione ci si è inoltre avvalsi delle informazioni disponibili nei già citati siti web ufficiali del progetto e della metodologia.

¹⁵⁸ Gli stati considerati nella costruzione del benchmark sono Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia e Regno Unito. Il lavoro è liberamente consultabile all'indirizzo:

<http://www.advance-project.org/downloads/advancesurveyfullversion.pdf>

Strettamente correlata con tale *step* vi è inoltre la scelta della variabile di raffronto; con riferimento sempre al lavoro svolto da ADVANCE, si è considerato, in virtù della già citata scelta del benchmark, il *Gross Value Added* (GVA) delle singole aziende oggetto della valutazione.

Di notevole importanza vi è infine anche la selezione degli indicatori da valutare. Nonostante la metodologia *sustainable value* faccia riferimento ad un progetto volto alla sensibilizzazione e alla tutela ambientale, la sua applicazione non è circoscritta a tale ambito; essa consente infatti di giungere ad una valutazione relativa anche alla “sfera sociale” mediante l’utilizzo di indicatori quali, per esempio, le spese destinate alla formazione del personale, il numero di incidenti sul lavoro, la quantità e frequenza di controversie legali, l’ammontare di tempo libero riservato ai propri dipendenti, le attività di *corporate giving* e i rilevatori di “genere”.¹⁵⁹

Indicatori tipici della sfera ambientale sono invece la quantità di emissioni di CO₂ (anidride carbonica), CH₄ (metano), SO_x (solfuri), NO_x (nitrogeni), sostanze che riducono lo strato di ozono, l’ammontare di acqua utilizzata nel processo produttivo e dei rifiuti prodotti e il consumo di energia elettrica.¹⁶⁰

Il secondo punto attiene alla fase di raccolta dei dati dei soggetti valutati e del benchmark, reperibili dai bilanci annuali, dai report di sostenibilità e dai siti web societari. Le informazioni vengono inoltre vagliate al fine di assicurarne la veridicità e la congruità con gli indicatori selezionati; può infatti capitare che alcune società riconducano, per esempio, le emissioni di particolari gas responsabili dell’effetto serra, sotto la voce “emissioni di CO₂” o escludano dall’ammontare di rifiuti prodotti quelli destinati a fasi di riciclo. Fattispecie simili vizierebbero la successiva valutazione rendendo i risultati non rappresentativi; è pertanto necessario disaggregare i dati allineandoli con gli indicatori selezionati in fase di preparazione. In tale punto vengono inoltre modificati quei valori palesemente sovrastimati solitamente mediante un raffronto con il valore medio ottenuto nel settore di appartenenza per quella variabile.¹⁶¹

Terminata la fase di preparazione e di raccolta dei dati si procede al calcolo del valore sostenibile; ai fini dell’esposizione della metodologia si riporta l’esempio, realizzato da

¹⁵⁹ ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 12

¹⁶⁰ ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 10-12

¹⁶¹ ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 15

ADVANCE, della società Pirelli nel 2003. Il punto di partenza nell'analisi è rappresentato dalla tabella 2.3:

Tabella 2.3 – Risorse generate da Pirelli nel 2003

	Amount of resources used in 2003	Efficiency of Pirelli in 2003
CO ₂ -emissions	1,370,613 t	1,478 €/t
NO _x -emissions	772 t	2,625,784 €/t
SO _x -emissions	0 t	- €/t
Waste generated	171,867 t	11,788 €/t
Water used	29,960,663 m ³	68 €/m ³
VOC-emissions	4,111 t	492,824 €/t
CH ₄ -emissions	0 t	- €/t

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 17

Nella prima colonna sono elencate le risorse oggetto della valutazione che, nel caso in esempio, sono attinenti alla dimensione ambientale. Nella seconda colonna è indicato, per ciascuna voce, l'ammontare generato dalla società Pirelli nell'anno 2003 mentre, nella colonna rimanente, viene riportato il valore di efficienza di ogni singola risorsa. Esso è ottenuto dividendo il *Gross Value Added* societario, che nell'anno di analisi è pari a 2.026.000,00 €, per l'ammontare riportato nella colonna precedente. Ad esempio, il valore di 1.478 €/t, relativo alle emissioni di anidride carbonica, è ottenuto dividendo 2.026.000.000 € per 1.370.613,00 t di CO₂.

L'operazione viene quindi ripetuta con i dati del benchmark al fine di ottenere, anche per esso, il valore di efficienza di ogni indicatore considerato. A tal fine si è utilizzato il prodotto interno lordo dei 15 Stati Europei considerati, pari a 9.312,8 miliardi di Euro, diviso per i valori delle singole risorse. Ad esempio, le emissioni di CO₂ dei cd "EU15" sono pari a 3.447.354,19 tonnellate, pertanto il valore di 2.701 €/t è il frutto di 9.312,8 miliardi di Euro diviso per 3.447.354,19 tonnellate di CO₂. I risultati di tutti gli indicatori sono esposti nella tabella 2.4:

Tabella 2.4 – Valori generati dai 15 Stati Europei considerati nel 2003

	Efficiency of the EU15 in 2003
CO ₂ -emissions	2,701 €/t
NO _x -emissions	1,004,300 €/t
SO _x -emissions	1,779,304 €/t
Waste generated	6,270 €/t
Water used	41 €/m ³
VOC-emissions	970,676 €/t
CH ₄ -emissions	586,083 €/t

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 17

Una volta terminata questa fase si procede a calcolare i costi opportunità per le singole voci: essi sono definiti come i ritorni che il benchmark avrebbe generato se avesse utilizzato le risorse della compagnia. Ai fini del calcolo sarà pertanto necessario moltiplicare i valori di efficienza del benchmark per l'ammontare delle diverse voci della società. I risultati sono indicati nella tabella 2.5:

Tabella 2.5 – Costi opportunità

	Efficiency of the EU15 in 2003		Amount used by Pirelli in 2003		Opportunity costs
CO ₂ -emissions	2,701 €/t	*	1,370,613 t	=	€ 3,702,623,890
NO _x -emissions	1,004,300 €/t	*	772 t	=	€ 774,896,587
SO _x -emissions	1,779,304 €/t	*	0 t	=	€ 0
Waste generated	6,270 €/t	*	171,867 t	=	€ 1,077,583,797
Water used	41 €/m ³	*	29,960,663 m ³	=	€ 1,242,562,830
VOC-emissions	970,676 €/t	*	4,111 t	=	€ 3,990,450,456
CH ₄ -emissions	586,083 €/t	*	0 t	=	€ 0

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 18

Il valutatore ha quindi ora tutti gli elementi necessari per calcolare il contributo delle singole risorse e, soprattutto, il valore sostenibile totale generato dalla società. Per fare ciò è necessario, per ogni indicatore, sottrarre alla variabile di riferimento scelta (nel caso in esempio il *Gross Value Added*) il relativo costo opportunità. Il *sustainable value* della compagnia sarà invece determinato dalla differenza tra il GVA aziendale e il valore medio dei costi opportunità. I risultati numerici sono riportati nella tabella 2.6:

Tabella 2.6 – Sustainable Value

	Return of Pirelli in 2003	Opportunity costs	Value contribution
CO ₂ -emissions	€ 2,026,000,000	- € 3,702,623,890	= -€ 1,676,623,890
NO _x -emissions	€ 2,026,000,000	- € 774,896,587	= € 1,251,103,413
SO _x -emissions	€ 2,026,000,000	- € 0	= € 2,026,000,000
Waste generated	€ 2,026,000,000	- € 1,077,583,797	= € 948,416,203
Water used	€ 2,026,000,000	- € 1,242,562,830	= € 783,437,170
VOC-emissions	€ 2,026,000,000	- € 3,990,450,456	= -€ 1,964,450,456
CH ₄ -emissions	€ 2,026,000,000	- € 0	= € 2,026,000,000
	Return	- Cost	= Value
Sustainable Value	€ 2,026,000,000	- € 1,541,159,651	= € 484,840,349

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 19

La tabella 2.6 mostra che, nel 2003, Pirelli ha generato un positivo *sustainable value* pari a 484.840.349 €. Questo significa che con un GVA di poco superiore ai 2 miliardi di euro la compagnia è stata in grado di coprire l'ammontare totale dei diversi costi opportunità pari a 1,54 miliardi di euro. In termini di giudizio sulla responsabilità socio-ambientale della società questo significa che Pirelli ha "sovrapformato" il benchmark utilizzando le proprie risorse in maniera maggiormente "virtuosa" rispetto ad esso. Se infatti la compagnia emettesse, ad esempio, un maggiore quantitativo di solfuri dannosi nell'ambiente, il relativo costo opportunità aumenterebbe riducendo, di conseguenza, il contributo del singolo indicatore e il *sustainable value* totale.

Il valore finale indica quindi una valutazione dell'eticità aziendale che investitori, *stakeholders* e operatori economici possono utilizzare per i propri fini.

Valutazioni espresse in termini monetari tuttavia, oltre che essere di difficile “utilizzo” per gli addetti del settore, soffrono dell'influenza causata dalle dimensioni dell'azienda in analisi. Solitamente le grosse compagnie hanno infatti profitti ed indicatori economici superiori rispetto a concorrenti più piccoli, questo senza necessariamente essere “più etiche” di essi. E' inoltre necessario fornire i giudizi in una forma tale che possa essere di immediata comprensione e che consenta di confrontare agilmente i diversi soggetti.

A tal fine la metodologia si avvale del concetto di *Return to Cost Ratio (RCR)* che permette di rendere i diversi *sustainable value* aziendali dei “veri” rating etici.

Per calcolare questo indicatore è necessario, a livello operativo, distinguere due casi: *sustainable value* positivo o negativo.

Qualora il valore sia maggiore di zero sarà necessario dividere la variabile di riferimento scelto (nel nostro caso il GVA) per l'ammontare totale dei costi opportunità; qualora invece, al contrario, il valore sia negativo, bisognerà dividere il totale dei costi opportunità per l'indicatore di riferimento.

Nelle tabelle 2.7 e 2.8 sono riportate le due casistiche corredate di risultati finali:

Tabella 2.7 – Calcolo del Return to Cost Ratio per SV positivo

Positive Sustainable Value: Pirelli			
GVA	-	SV	= OC
€ 2,026,000,000	-	€ 484,840,349	= € 1,541,159,651
		$\frac{€ 2,026,000,000}{€ 1,541,159,651}$	
RCR		1.3 : 1	

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 20

Tabella 2.8 – Calcolo del Return to Cost Ratio per SV negativo

Royal DSM			
GVA	-	SV	= OC
€ 1,938,000,000	-	-€ 2,362,906,433	= € 4,300,906,433
			←
		€ 4,300,906,433	
		←	
		€ 1,938,000,000	
		↓	
RCR		1 : 2.2	

Fonte ed elaborazione: ADVANCE, *Op. Cit.*, pagina 20

Dalle due tabelle si evince come Pirelli abbia una valutazione finale pari a 1,3 : 1 mentre Royal DSM (un'azienda caratterizzata, nel lavoro di ADVANCE, da *sustainable value* negativo) pari a 1 : 2,2; in termini numerici assoluti i giudizi sono rispettivamente pari a 1,3 e 0,45. A livello interpretativo maggiore il giudizio è superiore a 1 maggiore è l'utilizzo efficiente delle risorse rispetto al benchmark e, di conseguenza, maggiore è il giudizio sulla responsabilità socio-ambientale della compagnia valutata. Il RCR misura, in sintesi, la sostenibilità, consente di confrontare le valutazioni dei diversi soggetti e monitorare facilmente l'andamento nel tempo.¹⁶²

Come affermato dal team di sviluppo “*la metodologia sustainable value mostra quanto valore la compagnia crea o distrugge con le proprie risorse economiche, ambientali e sociali (...), traduce l'efficienza con cui esse sono utilizzate in termini monetari (...) e integra l'uso dei tre pilastri del concetto di sostenibilità*”.¹⁶³

Per comprendere le potenzialità di tale metodologia e le sue possibili applicazioni nei diversi settori merceologici si riportano, nella tabella 2.9, le 10 aziende “maggiormente responsabili” tra quelle analizzate nello studio condotto da ADVANCE.¹⁶⁴

¹⁶² ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 23

¹⁶³ ADVANCE, *Op. Cit.*, pag. 21-22

¹⁶⁴ Per una visione completa dei risultati ottenuti dal lavoro si rimanda all'indirizzo: <http://www.advance-project.org/results/ranking/index.html>

Tabella 2.9 – Le migliori 10 aziende secondo lo studio ADVANCE

Azienda	RCR 2003
Airbus	4,5 : 1
Novonordisk	4,4 : 1
Gorenje	4,3 : 1
BMW Group	3,9 : 1
Schering Group	3,8 : 1
Philips Electronics	3,6 : 1
DaimlerChrysler AG	3,6 : 1
Heidelberger Druckmaschinen	3,4 : 1
AGFA Gevaert Group	3,1 : 1
PSA Peugeot Citroen	3,0 : 1

Fonte: <http://www.advance-project.org/results/ranking/index.html>

Elaborazione Propria

Il lavoro analizza 65 aziende europee di diversi settori merceologici e come benchmark utilizza, come già detto, il PIL dei 15 Stati membri dell'Unione Europea fino al 2004. Dalla tabella si evince come, mediante l'approccio in questione, la società definibile come "più etica" è Airbus, azienda costruttrice di aeromobili, con un *Return to Cost Ratio* pari a 4,5:1. Questa classifica consente, oltre che fornirci un'applicazione "reale" della metodologia in analisi e un ordine di grandezza delle valutazioni, di comprendere come essa sia applicabile indipendentemente dal settore di business di appartenenza; nelle prime dieci posizioni troviamo infatti società del settore automobilistico, del campo dell'elettronica, farmaceutiche (*Novonordisk*) e afferenti al settore della fotografia (*AGFA Gevaert Group*). Questo significa che l'approccio *sustainable value* riduce l'influenza causata dall'attività svolta dall'azienda e, mediante un'accurata scelta del benchmark e degli indicatori di analisi, fornisce una valutazione attendibile sulla responsabilità socio-ambientale della compagnia.¹⁶⁵

¹⁶⁵ L'applicazione della metodologia per "settori" ha mostrato come la percentuale di aziende afferenti a "Oil & Gas" e "Utilities" con risultati insufficienti, è superiore rispetto a quella di altri settori. Tuttavia la contestuale presenza di valutazioni notevolmente migliori dimostra come l'approccio sia in grado di

La metodologia consente di ricavare dei rating etici mediante un approccio monetario che si avvale della logica sottostante agli investimenti finanziari “tradizionali”. Essa non è ovviamente esente da limiti o criticità: in particolar modo l’analisi illustrata è applicabile soltanto a indicatori riconducibili a grandezze misurabili. Questo rende difficoltosa l’applicazione di tale approccio nella valutazione di variabili “astratte” quali, tipicamente, quelle relative alla dimensione della *governance*. I giudizi ottenuti non sono inoltre valutazioni “assolute” in quanto indicano il livello di sostenibilità dell’azienda rispetto al benchmark scelto. Una medesima società potrebbe ottenere un RCR superiore ad 1 se raffrontata ad un soggetto poco virtuoso o una valutazione insufficiente se la comparazione avviene con entità particolarmente responsabili. Infine, la valutazione risultante dipende fortemente dal risultato economico ottenuto dall’azienda in analisi; con riferimento al caso di Pirelli, se essa avesse avuto un GVA inferiore pari, ad esempio, a 1.026.0000.00 € anziché 2.026.000.000 €, il *sustainable value* finale sarebbe stato negativo, pur non avendo modificato nulla nella quantità di emissioni o rifiuti generata. Il ricorso al *Return to Cost Ratio* riduce l’influenza dal risultato economico, ma non è in grado di eliminarne completamente l’influenza .

2.3 Il modello VA.R.I. di Banca Etica

Banca Etica, nata formalmente nel 1998 con l’ottenimento dell’autorizzazione da parte di Banca d’Italia,¹⁶⁶ si propone “*come strumento di partecipazione responsabile del cittadino in uno dei settori più complessi e, al tempo stesso, decisivi, dell’assetto della società mondiale: la finanza*”; in quest’ottica, nel “manifesto politico” dell’Istituto, si afferma che “*come risparmiatori dobbiamo essere consapevoli delle conseguenze che*

ridurre sensibilmente l’influenza derivante dal business di appartenenza. Per una visione completa dell’analisi per “settori” si rimanda a <http://www.advance-project.org/results/sectorresults/index.html>

¹⁶⁶ La Banca è frutto della collaborazione tra le società cooperative di Mutua AutoGestione (MAG) e alcune esperienze associative nazionali come, ad esempio, ARCI, ACLI e CISL. Nel dicembre del 1994, nasceva infatti l’Associazione Verso La Banca Etica; obiettivo di tale esperienza era quello di “*costituire una banca di credito cooperativo specializzata nella gestione del risparmio alternativo promuovendo un messaggio sociale e culturale legato alla finanza etica*” - Bisogno Marco, Citro Francesca, (2007), *La Banca Etica: il modello VA.R.I.* , in “Economia Aziendale 2000 web – n. 2-3/2007”, Pavia University Press, Pavia – pag. 6-7

l'uso del nostro denaro può comportare ed organizzarci per riaffermare l'importanza dei valori e dell'etica nella gestione di una così importante risorsa”.¹⁶⁷

Al fine di garantire il perseguimento della “mission” prefissata, l’intermediario adotta una politica del credito oculata volta a fornire un giudizio sul “valore sociale” dell’attività da finanziare, sulla coerenza con i valori della Banca stessa e sulla credibilità del soggetto richiedente; in particolare, l’istruttoria adottata dalla banca a seguito di una richiesta di finanziamento, si sostanzia di:¹⁶⁸

- Una tradizionale analisi economico-finanziaria;
- Valutazione etico-sociale effettuata mediante il modello Valori, Requisiti ed Indicatori (modello V.A.R.I.) sviluppato dalla Banca stessa;

Nonostante il fine del modello V.A.R.I non sia quello di attribuire un “rating etico” bensì di valutare l’erogazione di un credito ad un soggetto persona giuridica, esso ci fornisce comunque un modello quantitativo applicabile in maniera standardizzata nella valutazione della responsabilità socio-ambientale. In altri termini, esso trova spazio all’interno di questo lavoro, in quanto, come affermato da Bisogni e Citro (2007), esso *“rappresenta un tentativo di valutazione dei requisiti etici del destinatario del finanziamento”*.¹⁶⁹

Il modello è strutturato mediante la definizione di 9 Valori fondamentali che costituiranno le “macro caratteristiche” oggetto della valutazione; essi saranno a loro volta articolati e dettagliati attraverso l’ausilio di Requisiti, indicanti le singole caratteristiche, e Indicatori, che consentiranno di misurare quantitativamente l’impatto delle diverse variabili.¹⁷⁰

I 9 Valori sono:¹⁷¹

- Partecipazione democratica – intesa come *“insieme di procedure interne ed esterne all’organizzazione che testimoniano una partecipazione diffusa di*

¹⁶⁷ Il Manifesto Politico dell’intermediario è disponibile all’indirizzo: <http://www.bancaetica.it/chi-siamo/la-politica-del-credito-di-banca-etica/il-manifesto-politico-di-banca-etica>

¹⁶⁸ Per maggiori dettagli si veda:

<http://www.bancaetica.it/chi-siamo/responsabilita-sociale-dimpresa/listruttoria-socio-ambientale>

¹⁶⁹ Bisogni, Citro, *Op. Cit.*, pag. 18

¹⁷⁰ Banca Etica, (2000), *Istruttoria per l’erogazione dei finanziamenti*, Padova – pag. 16

¹⁷¹ Banca Etica, *Op. Cit.*, pag. 17-26

dipendenti, soci, volontari, nonché di altri attori la cui attività sia strettamente connessa alla vita dell'organizzazione richiedente il finanziamento”;

- *Trasparenza – considerata come “insieme di regole che l'organizzazione si impone per rendicontare pubblicamente la propria attività economica e sociale e che garantiscono la fluidità della comunicazione”;*
- *Pari opportunità – intesa come “rispetto e tutela da parte dell'organizzazione sia della parità dei sessi e tra razze diverse, sia delle minoranze”;*
- *Rispetto dell'ambiente – vista come una valutazione “dei processi messi in atto da parte dell'organizzazione per raggiungere la sostenibilità ambientale della propria attività, attraverso controlli interni di gestione ambientale e l'incremento di produzioni eco-compatibili”;*
- *Qualità sociale prodotta – che “si esplicita attraverso la presenza di metodi di certificazione e con la presenza di marchi sociali riconosciuti”;*
- *Rispetto delle condizioni di lavoro – mediante “procedure che permettono il monitoraggio delle condizioni dei lavoratori sia rispetto alle normative vigenti che relativamente ai codici etici e comportamentali presenti nell'ente”;*
- *Volontariato – inteso come “il processo di valorizzazione delle risorse volontarie in termini sia in termini di formazione e crescita consapevole che di coinvolgimento nel processo decisionale”;*
- *Solidarietà verso le fasce più deboli – misurata mediante una valutazione sulla qualità dell'inserimento lavorativo dei soggetti più svantaggiati;*
- *Legami territoriali – considerati come la “capacità dell'organizzazione di essere radicata nel territorio in cui opera” e “le sinergie con gli altri attori sociali presenti nel proprio contesto di riferimento”;*

L'istruttoria socio-ambientale viene condotta dalla figura dei “valutatori sociali” che, preliminarmente all'applicazione del modello VA.R.I., verificano la presenza della “soglia di ammissibilità” minima; tale fase, assimilabile alla pratica dello screening negativo, è volta a non concedere finanziamenti a soggetti operanti in attività quali:¹⁷²

- *Produzione, finanziamento o commercializzazione di armi;*

¹⁷² Banca Etica, *Op. Cit.*, pag. 15-16

- Attività con evidente impatto negativo sull'ambiente;
- Rapporti diretti con regimi dittatoriali rei di non rispettare i diritti umani o i protocolli ambientali;
- Sfruttamento del lavoro di minori o soggetti deboli, violazione dei diritti della persona, non rispetto delle garanzie contrattuali e condizioni disumane di lavoro;
- Attività di ricerca in campo scientifico che conduca ad esperimenti su soggetti deboli, non tutelati o su animali;
- Utilizzo di fonti energetiche o tecnologie rischiose per l'uomo e l'ambiente (nucleare, CFC, pesticidi ecc);
- Esclusione/emarginazione delle minoranze o di intere categorie della popolazione;
- Mercificazione del sesso;
- Gioco d'azzardo;

Una volta determinata l'ammissibilità del progetto vengono individuati, sulla base dei 9 valori fondamentali e dei requisiti correlati, gli indicatori oggetto della misurazione: tale fase avviene solitamente privilegiando la semplicità di osservazione e la comprensibilità. Per questo motivo il modello VA.R.I non è da considerarsi come uno schema rigido bensì come un modello di partenza nell'istruttoria socio-ambientale che può essere adattato alle specificità del caso.¹⁷³

La fase di *data mining* è realizzata mediante la somministrazione del modello mediante la forma del questionario/intervista. Esso è composto da 9 quadranti, simboleggianti i valori fondamentali, articolati in “domande a risposta multipla chiusa alle quali è attribuito un punteggio che oscilla da 2 a 0”.¹⁷⁴

Nella tabella 2.10 è possibile osservare il modello di analisi strutturato mediante l'articolazione in requisiti e indicatori.¹⁷⁵

¹⁷³ Bisogno, Citro, *Op. Cit.*, pag. 14

¹⁷⁴ Si veda nota precedente

¹⁷⁵ Il modello è stato fornito direttamente dall'Ufficio Relazioni Culturali e RSI di Banca Etica.

Tabella 2.10 – Il Modello VA.R.I

I 9 Valori	0	1	2	Tipo	Organiz.
1) Partecipazione democratica (coeff. 3)					
1.1 Quante Assemblee vengono svolte annualmente?	Nessuna	1	Oltre 1	Gen	Tutte
1.2 Che percentuale di soci partecipa alle assemblee?	0-10%	10-20%	Oltre 20%	Gen	Tutte
1.3 Vengono organizzati incontri informativi con i soci?	No mai	Talvolta	Si sempre	Gen	Tutte
1.4 Vengono coinvolti i lavoratori nelle scelte strategiche dell'organizzazione?	No	Si		Spec	B,C,D,E
1.5 Qual è la percentuale dei soci sui lavoratori?	0-20%	20-50%	oltre 50%	Spec	B,C,D,E
1.6 Esiste un regolamento interno che garantisce la partecipazione effettiva?	No	In prep.	Si	Gen	Tutte
1.7 È prevista e/o praticata una rotazione tra gli organi di governo?	No	Si		Gen	Tutte
2) Trasparenza (coeff. 3)					
2.1 Vi è un flusso regolare di informazioni all'interno dell'ente?	No	Si		Gen	Tutte
2.2 Vi è un flusso regolare di informazioni verso l'esterno dell'ente?	No	Si		Gen	Tutte
2.3 Viene redatto un bilancio sociale?	No	In prep.	Si	Gen	Tutte
2.4 Viene certificato il bilancio di esercizio?	No	Si		Spec	C,D,E
2.5 Viene esplicitata l'attività sociale e ambientale nella nota integrativa?	No mai	Talvolta	Si sempre	Spec	C,D,E
3) Pari Opportunità (coeff. 2)					
3.1 Quante sono le donne occupate sul totale dei lavoratori?	0-20%	20-50%	oltre 50%	Spec	B,C,D,E
3.2 Quante sono le donne presenti in CDA e in altri organi decisionali sul totale dei membri?	0-20%	20-50%	oltre 50%	Gen	Tutte
3.3 La tutela della maternità è prevista anche in assenza di obblighi di legge?	No	Si		Spec	B,C,D,E
3.4 Sono previsti soci e lavoratori senza cittadinanza italiana?	No	Si		Gen	Tutte
3.5 Sono previsti o si ritiene giusto prevedere una formazione ad hoc per lavoratori stranieri?	No	In prev.	Si	Spec	B,C,D,E
4) Rispetto dell'ambiente (coeff. 3)					
4.1 Vengono osservate le leggi esistenti a tutela dell'ambiente?	No	Si		Gen	Tutte
4.2 Viene effettuata la raccolta dei rifiuti differenziata?	No	In prev.	Si	Gen	Tutte
4.3 Esiste una valutazione d'impatto delle vostre attività?	No	In prep	Si	Spec	*
4.4 Vengono effettuati investimenti per il risparmio energetico?	No	In prev.	Si	Spec	*
5) Qualità sociale prodotta (coeff. 3)					
5.1 Esistono sistemi di certificazione esterna?	No	In prep	Si	Spec	C,D,E
5.2 E' prevista l'apposizione di marchi di garanzia?	No	In prep	Si	Spec	C,D,E
5.3 Vengono svolte autovalutazioni sulla qualità del servizio?	No mai	Talvolta	Si sempre	Gen	Tutte
5.4 Negli ultimi anni si è registrato un aumento degli occupati?	No	Si		Spec	B,C,D,E

* Rispondono tutte le organizzazioni in campo ambientale di quals. Categ.					
6) Rispetto delle condizioni di lavoro (coeff. 2)					
6.1 Vi sono stati contenziosi rispetto ai contratti di lavoro durante la vita dell'ente?	Si	No		Spec	B,C,D,E
6.2 Sono previsti programmi annuali di formazione per i lavoratori?	No	Si		Spec	B,C,D,E
6.3 Vi sono stati infortuni sul lavoro negli ultimi tre anni?	Si	Raram.	No	Spec	B,C,D,E
6.4 Che rapporto esiste tra retribuzioni più alte e più basse?	Più del doppio	Meno del doppio		Spec	B,C,D,E
6.5 È prevista la risoluzione del problema delle barriere architettoniche nell'ambiente di lavoro?	No	In prev.	Si	Gen	Tutte
7) Volontariato (coeff. 1) **					
7.1 Che percentuale di incremento vi è stata negli ultimi tre anni di personale volontario?	0-20%	20-50%	oltre 50%	Spec	A,B
7.2 Sono previste ore annuali per la formazione dei volontari?	No	Si		Spec	A,B
7.3 Vengono coinvolti i volontari nel processo decisionale?	No	Si		Spec	A,B
8) Solidarietà verso le fasce deboli (coeff. 3)					
8.1 Qual è la percentuale dei lavoratori svantaggiati sui normodotati?	0-30%	>30%		Spec	E
8.2 È prevista (anche se non ancora attuata) la presenza di lavoratori svantaggiati anche in assenza di vincolo normativo?	No	Si		Spec	B,C,D
8.3 Sono previste (anche se non ancora attuate) attività di formazione per i lavoratori svantaggiati?	No	Si		D.S.	E
9) Legami territoriali (coeff. 2)					
9.1 È stata effettuata una mappatura del territorio?	No	In prep	Si	Gen	Tutte
9.2 Vi sono state collaborazioni attive con gli enti pubblici?	No	Si		Gen	Tutte
9.3 Vi è una partecipazione attiva di altri soggetti territoriali nella vita dell'organizzazione?	No	Si		Gen	Tutte
9.4 Sono stati realizzati progetti con altre ONP?	No	Si		Gen	Tutte
** Non compilare se l'organizzazione non ha e non prevede la presenza di volontari e /o obiettori.					
TOTALE					

Fonte ed elaborazione: Contatto diretto con Banca Etica

Dalla tabella si può osservare come le domande siano suddivise a seconda della natura dell'organizzazione richiedente il finanziamento: nel dettaglio vengono indicate con: (A) Associazioni, Fondazioni e ONG senza dipendenti, (B) Associazioni, Fondazioni e

ONG con dipendenti, (C) Cooperative e Piccole imprese, (D) Cooperative sociali, (E) Cooperative sociali con inserimento lavorativo.

Le domande vengono inoltre suddivise a seconda della loro “generalità” o “specificità”: questo significa che quelle afferenti alla seconda categoria verranno compilate solo a seconda del settore di attività del richiedente il finanziamento.

Nella tabella 2.11 è possibile osservare il dettaglio di questa suddivisione:

Tabella 2.11 – La divisione dei Valori nel modello VA.R.I

Settori di attività	Valori con rilevanza generale	Valori con rilevanza specifica
Servizi socio sanitari educativi, lotta all’esclusione sociale ed inserimento lavorativo dei soggetti deboli	<ul style="list-style-type: none"> • Partecipazione democratica • Trasparenza • Rispetto delle condizioni di lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> • Solidarietà verso le fasce deboli • Pari opportunità
Tutela ambientale e salvaguardia dei beni culturali		<ul style="list-style-type: none"> • Rispetto dell’ambiente
Cooperazione allo sviluppo, volontariato internazionale, commercio equo e solidale		<ul style="list-style-type: none"> • Pari opportunità • Volontariato • Legami territoriali
Promozione dello sport ed iniziative culturali		<ul style="list-style-type: none"> • Qualità sociale prodotta • Legami territoriali

Fonte: Bisogno, Citro, *Op. Cit.*, pag. 17 - Rielaborazione Propria

Per una piccola azienda operante nel settore dei servizi sociosanitari educativi, afferente quindi alla categoria C, verranno compilati i valori con rilevanza generale (partecipazione democratica, trasparenza e rispetto delle condizioni di lavoro) e i valori specifici per il relativo settore di attività, ossia solidarietà verso le fasce deboli e pari opportunità.

I punteggi totali dei singoli valori vengono infine ponderati mediante l’ausilio dei “coefficienti di rilevanza”, indicati accanto ad ogni Valore della tabella 2.10.¹⁷⁶

Queste distinzioni determinano che i risultati ottenuti siano variabili all’interno di scale di valori distinte per tipologia di organizzazione e settore di attività: ad esempio un

¹⁷⁶ Bisogno, Citro., *Op. Cit.*, pag. 17

soggetto afferente alla categoria E ed operante in campo ambientale potrà ottenere un punteggio massimo di 145, contro gli 80 punti conseguibili da un soggetto A non operante in campo ambientale.

Il modello VA.R.I. non prevede (perlomeno nella scelta di Banca Etica) “punteggi minimi” sotto i quali non concedere il finanziamento richiesto, in quanto la valutazione numerica risultante dallo schema viene sempre corredata di un “giudizio qualitativo” realizzata dal valutatore sociale. Si tratta di una sorta di relazione volta ad identificare opportunità di prospettiva o a “*riparametrizzare risultati numerici meno adeguati*”.¹⁷⁷

Il modello VA.R.I., pur presentando “*caratteristiche originali ed innovative*” tali da renderlo “*uno strumento di rilevante interesse*”,¹⁷⁸ è stato recentemente abbandonato dall’Istituto a causa di alcune criticità da esso stesse evidenziate.¹⁷⁹

- Inapplicabilità del modello al “mondo profit”: valori quali volontariato, democrazia e partecipazione sono difficilmente riscontrabili, o perlomeno misurabili, all’interno del profit;
- Inadeguatezza del sistema dei pesi;
- Insufficienza di alcuni requisiti: alcuni quesiti indagano il solo rispetto della normativa vigente o valutano l’intenzione;
- Eccessiva dipendenza dalla relazione qualitativa: dovuta alla difficoltà di misurare caratteristiche socio ambientali;
- Natura delle informazioni: le risposte alle domande sono fornite dalle aziende stesse mediante un questionario/intervista, è pertanto difficile, per la Banca, verificarne la veridicità;
- Scarsità di informazioni preliminari all’istruttoria;
- “Valutatori sociali” volontari.

¹⁷⁷ Bisogno, Citro, *Op. Cit.*, pag. 17

¹⁷⁸ Bisogno, Citro, *Op. Cit.*, pag. 18

¹⁷⁹ Banca Etica, *L’analisi delle criticità e la definizione delle piste di lavoro* – paper presentato in occasione del “Incontro di presentazione della nuova valutazione sociale” e fornito, ai fini del presente lavoro, dalla Banca stessa.

2.4 La metodologia di Vigeo

Pur non essendo pubblicamente disponibile la metodologia operativa con la quale vengono quantificate le variabili oggetto di un'istruttoria ESG, il *framework* di lavoro utilizzato dalla agenzia di rating Vigeo rappresenta comunque un passo fondamentale nello studio della tematica. Essa è infatti uno degli operatori principali nel campo di rating ed indici etici presenti sul mercato mondiale e una breve disamina dei servizi offerti consente di comprendere appieno il processo di istruttoria e attribuzione di un giudizio etico.¹⁸⁰

Vigeo nasce in Francia nel 2002 dalla acquisizione della pre-esistente società *Arése*, un'agenzia di analisi nel campo degli investimenti socialmente responsabili; con il tempo si espande attraverso la stipula di partnership con soggetti di primo piano nel campo della ricerca ESG, come ad esempio la belga *Ethibel* (2005) e la spagnola *Novaster* (2009), e attraverso l'inglobazione della affermata società di rating etici italiana Avanzi SRI Research (2006).¹⁸¹

La metodologia di attribuzione di un giudizio extra finanziario di Vigeo prevede che ogni società emittente venga valutata con riferimento a sei aree di indagine: Diritti umani, *community involvement*, ambiente, *corporate governance*, *business behavior* e risorse umane. Ognuna di esse “*indaga le relazioni che l'azienda crea con le diverse categorie di stakeholders, attraverso l'analisi di indicatori che valutano gli strumenti adottati dall'azienda stessa, per gestire e misurare tali relazioni (politiche, sistemi di gestione, obiettivi e indicatori di performance)*”.¹⁸² La rigorosità dell'istruttoria ha fatto sì che la metodologia di Vigeo ottenesse, nel 2002, la certificazione di conformità allo standard europeo CSRR-QS 2.1.¹⁸³

¹⁸⁰ Vigeo è attualmente dislocata in 6 paesi: Francia, Belgio, Italia, Giappone, Marocco e Regno Unito. Cfr: <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/1-3-vigeo-dans-le-monde-2>

¹⁸¹ Per una visione completa delle tappe di formazione della società in oggetto si rimanda al sito ufficiale della compagnia, raggiungibile all'indirizzo <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/1-2-2-historique>

¹⁸² SRI Research, *Metodologia di valutazione SRI Emittenti corporate* – slide 10

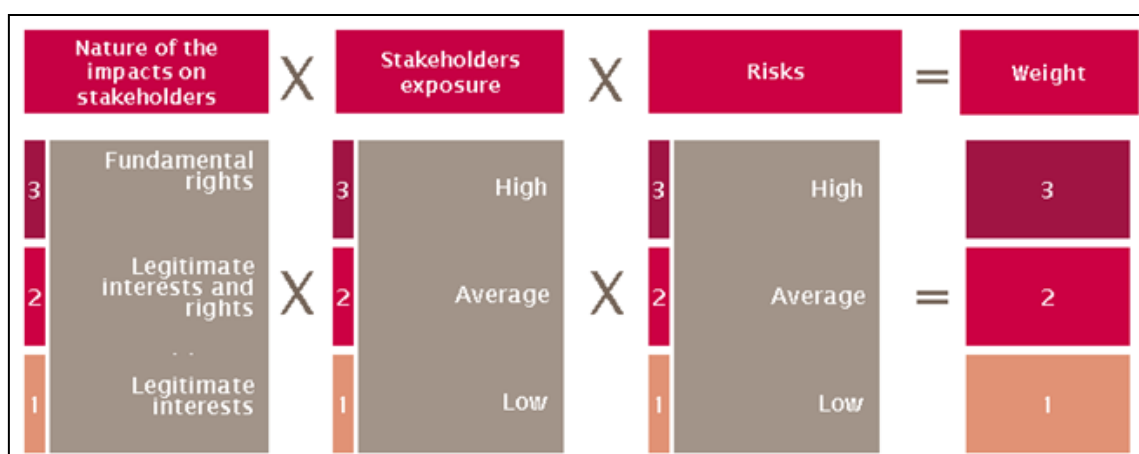
¹⁸³ Borsa Italiana, (2010), *Il caso Vigeo*, (modificato il 14 luglio 2010; consultato il 10 settembre 2013), disponibile all'indirizzo:

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

Le sei aree di valutazione sono ispirate alle prescrizioni provenienti da organismi internazionali come ad esempio ILO, UNEP e Nazioni Unite; esse si articolano internamente in 37 criteri a loro volta dettagliati in circa 200 indicatori, individuati mediante l'osservazione delle politiche implementate (trasparenza, contenuti e responsabilità), dei sistemi di gestione utilizzati (mezzi, risorse e completezza) e dei risultati conseguiti.¹⁸⁴ Questo determina, per esempio, che la dimensione relativa al HR sia strutturata in variabili quali le misure atte a migliorare la tutela di salute e sicurezza, la partecipazione dei lavoratori alla vita della compagnia o la qualità del sistema di retribuzione e promozione.¹⁸⁵

Preliminare al processo di analisi è l'operazione di "customisation" dei criteri volta ad "adattare" il peso delle 37 variabili alle specificità del settore in analisi: ognuno di essi otterrà una valutazione compresa tra 1 e 3 attraverso la relazione esposta nella tabella 2.12.

Tabella 2.12 – Customisation dei criteri nell'istruttoria Vigeo



Fonte: SRI Research, *Op. Cit.*, slide 12

Come osservabile, la *customisation* è il risultato del rapporto fra l'entità del rischio che il criterio possiede all'interno del settore, determinata mediante una stima sulle possibili ricadute, l'esposizione e il coinvolgimento degli stakeholders; un peso pari a 3

¹⁸⁴ SRI Research, *Op. Cit.*, slide 14

¹⁸⁵ SRI Research, *Op. Cit.*, slide 9-11

corrisponde ad un punteggio totale compreso tra 7 e 9, un peso pari a 2 ad un risultato racchiuso nel *range* 4-6 e un peso pari a 1 per i valori rimanenti. Ad esempio, il criterio HR “ *salute e sicurezza è “pesato” 3 nel settore Electric & Gas Utilities e 2 nel settore Technology-Hardware*”.¹⁸⁶

L’attribuzione dei punteggi dei 3 fattori considerati e degli indicatori coinvolti negli step successivi, è operata da parte degli analisti della compagnia mediante il ricorso a due distinte fonti di informazione:¹⁸⁷

- Fonte informativa interna, costituita per circa il 30% dal bilancio di esercizio e dalla relazione sulla *corporate governance*, per il 30-40% dal report di sostenibilità e da altri documenti relativi alle pratiche di CSR e per la percentuale rimanente costituita da un contatto diretto con il valutato volto alla somministrazione di questionari e/o interviste;
- Fonte informativa esterna, articoli di stampa, siti web, interviste con dipendenti, clienti e fornitori, organizzazioni sindacali e ONG. Il ricorso a simili attori consente spesso, oltre che reperire a dati aggiuntivi, a verificarne la veridicità;

Successivamente si procede alla misurazione dei 200 indicatori precedentemente stabiliti; ad ognuno di essi viene attribuito uno *score* compreso tra 0 e 100 che, mediante un accurato sistema di medie ponderate costruito a seconda della rilevanza dell’indicatore all’interno del criterio e del criterio all’interno dell’area di valutazione, consente di giungere alle sei distinte valutazioni (anch’esse espresse mediante una scala da 0 a 100).¹⁸⁸

Ognuna di esse viene poi confrontata, mediante un processo di normalizzazione statistica, alle corrispondenti valutazioni delle altre imprese nel settore; questa operazione consente, come affermato direttamente da Vigeo di “*passare dallo score al rating*” mediante il ricorso alla curva gaussiana rappresentata nella tabella 2.13:

¹⁸⁶ SRI Research, *Op. Cit.*, slide 12

¹⁸⁷ Capello, *Op. Cit.*, 80-94

¹⁸⁸ La metodologia utilizzata da Vigeo è proprietaria e pertanto non sono pubblicamente disponibili informazioni sulla tecnica utilizzata per determinare il punteggio dei singoli indicatori in centesimi.

Tabella 2.13 – Dallo score al rating



Fonte: SRI Research, *Op. Cit.*, slide 16

La curva consente di ottenere un rating per ogni area di valutazione, strutturato su 5 distinti livelli; una valutazione pari a -- indica il livello minimo conseguibile nel settore mentre, al contrario, una valutazione pari a ++ identifica una compagnia con un ruolo predominante nell'area in analisi.

I risultati conseguiti sono raccolti all'interno di un database denominato *Equitics* che, attualmente, racchiude le informazioni di circa 2500 soggetti valutati; esso consente, oltre che a fornire rating, di dotare gli investitori di studi tematici, report settoriali e focus su argomenti di particolare rilevanza.¹⁸⁹

Dal *framework* di Vigeo si osserva come il giudizio finale viene assegnato attraverso l'ausilio dell'approccio *best in class* che, alle esclusioni aprioristiche derivanti dalla fase di screening, preferisce "un confronto tra la performance aziendale e la media del settore".¹⁹⁰

¹⁸⁹ Si veda in merito Capello, *Op. Cit.*, pag. 83 e <http://www.vigeo.com/csr-rating-agency/en/311-3-1-1-notation-entreprises>

¹⁹⁰ Capello, *Op. Cit.*, pag. 88

Capitolo 3

L'utilizzo delle valutazioni

3.1 Il rating etico nel processo di *asset allocation*

Nel presente paragrafo sarà illustrato l'uso del rating etico nell'ambito del processo di *asset allocation* traendo spunto dalla metodologia usata da una nota società di investimento; per esplicita richiesta aziendale sono omessi nomi e riferimenti che potrebbero consentire l'individuazione del SGR. L'esposizione ha un taglio prettamente "pratico-operativo" in quanto si propone di illustrare come materialmente viene utilizzato e rielaborato il rating etico ai fini dell'investimento, e di quali altre considerazioni vengano fatte dall'*asset manager* a proposito, al momento della composizione del portafoglio.¹⁹¹

Per *asset allocation* si intende *"il processo con cui gli investitori decidono di suddividere il proprio patrimonio in diverse tipologie di investimento (c.d. asset class) sulla base dei propri obiettivi. Il compito dell'asset allocation è quello di raggiungere una gestione ottimale del portafoglio, ossia una gestione che trovi il giusto equilibrio (mix ottimale) tra il rapporto rischio/rendimento delle attività da una parte e le esigenze e le aspettative dell'investitore dall'altra"*.¹⁹²

Al fine di applicare questa definizione alla sfera degli investimenti socialmente responsabili (SRI) è necessario rielaborarla e riadattarla alle specificità dell'oggetto in analisi.

In tal senso Dal Maso e Fiorentini (2013) definiscono gli SRI come un "*Giano bifronte*", ossia un'antica divinità solitamente raffigurata con due volti rivolti in direzioni distinte, per simboleggiare la particolarità di essi; l'obiettivo dell'investitore responsabile è infatti quello di coniugare due distinti insiemi di argomenti, quelli

¹⁹¹ L'esposizione è frutto di alcuni incontri avvenuti con il management aziendale che, pur fornendo tutte le informazioni contenute nel paragrafo, ha chiesto che la società fosse mantenuta anonima.

¹⁹² Definizione tratta da https://www.barclays.it/HB_Asset_Allocation.aspx

prettamente economico-finanziari e quelli afferenti alla “*triade ESG*”, ovvero l’insieme di considerazioni di tipo ambientale, sociale e di governo societario che l’attività nel quale si intende investire coinvolge e influenza.¹⁹³

Un processo di *asset allocation* “etica” comporta altresì, che anche la gestione stessa venga effettuata secondo criteri di responsabilità e, in tale direzione, si colloca ad esempio, la definizione preliminare dei principi etici condivisi con l’investitore, la definizione di procedure operative trasparenti e un monitoraggio etico periodico del portafoglio.¹⁹⁴

Il riferimento in questo capitolo è, come si diceva, a una società di gestione del risparmio con un patrimonio gestito secondo criteri di responsabilità sociale e ambientale che ammonta attualmente a più di 10 miliardi di euro; l’attività viene realizzata attraverso l’istituzione e l’amministrazione di fondi comuni d’investimento, gestiti con uno stile attivo e attraverso un orizzonte temporale di lungo periodo tipico della “finanza etica”.¹⁹⁵

Assogestioni definisce “*fondo etico*” un fondo che “*sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di eticità, ha una politica di investimento che vieta l’acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l’acquisto di titoli sulla base di criteri diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso, e/o si attiene a un processo di investimento secondo principi diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso (corporate governance del fondo)*”.¹⁹⁶

Affinché un investimento possa essere considerato afferente alla “categoria” dei fondi socialmente responsabili è necessario inoltre, nella visione decisa dall’azienda, che esso rispetti integralmente i requisiti fissati dal *Forum pour l’Investissement Responsable (FIR)*, secondo cui è necessario che l’analisi condotta sia sistematica nel tempo e che le dimensioni ESG vengano tutte valutate singolarmente;¹⁹⁷ una conseguenza parziale di

¹⁹³ Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 1

¹⁹⁴ Calcaterra Michele, Sardi Paolo, (2005), *Una nuova dimensione finanziaria: investimenti socialmente responsabili*, in “Anteo n.22 / maggio 2005” – pag. 7-9

¹⁹⁵ Di Turi Andrea, (2011), *Finanza etica: antidoto alla crisi?*, (modificato il 9 settembre 2011, consultato il 15 settembre 2013) disponibile all’indirizzo:

<http://www.abcrisparmio.it/guide/investimento-sicuro/finanza-etica-antidoto-alla-crisi>

¹⁹⁶ La definizione è tratta da Assogestioni, (2003), *Guida alla classificazione dei prodotti di risparmio gestito di Assogestioni*, disponibile all’indirizzo:

<http://www.assogestioni.it/ass/library/78/guida-alla-classificazione-2003-.pdf> - pag. 16-17

¹⁹⁷ Per approfondimenti si rimanda al sito ufficiale del Forum, disponibile all’indirizzo:

<http://www.frenchsif.org/isr/>

tale decisione è che la SGR non istituisce *green funds*, in quanto investimenti rivolti prevalentemente alla variabile ambientale.

Con riferimento alla suddivisione in *asset class*, la società in analisi diversifica i propri investimenti sulla base dei criteri “tradizionali”, quali azioni, obbligazioni e strumenti del mercato monetario, ma realizza altresì fondi “tematici” afferenti a particolari argomenti; si citano ad esempio dei fondi rivolti a specifiche tutele ambientali, un fondo destinato ad attività di edilizia sociale e uno contenente le *best practise* in termini di “tutela del consumatore”.

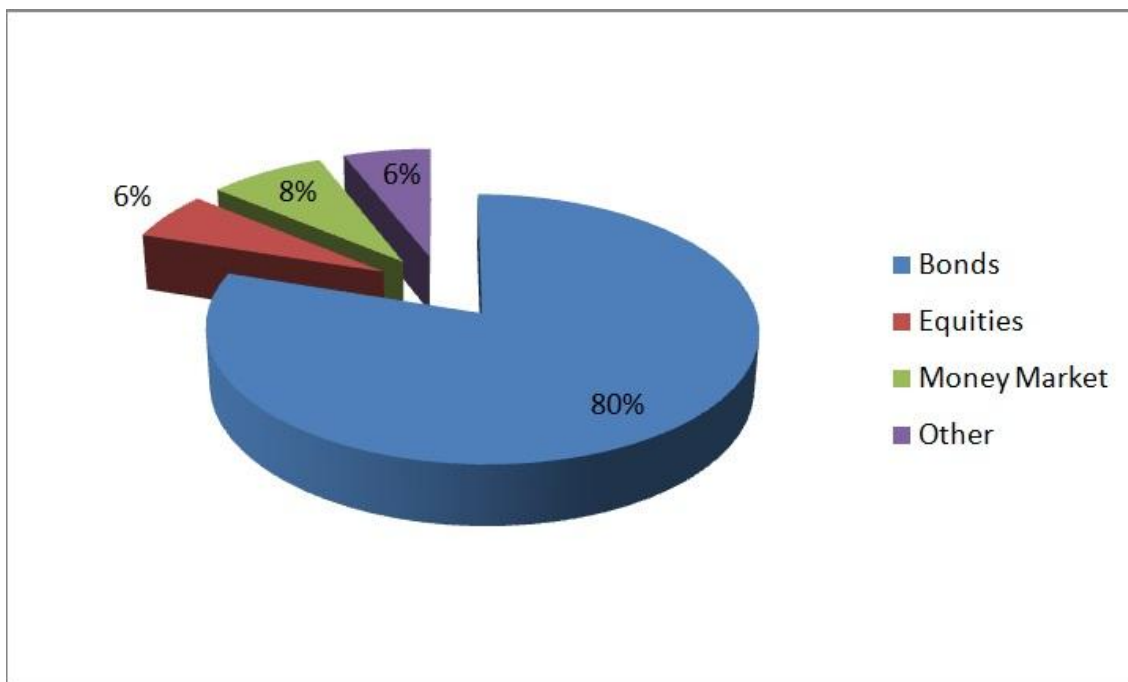
E’ opportuno infine ricordare che i cd “fondi solidali”, ossia quella particolare categoria di investimenti che devolvono una parte del rendimento ottenuto a favore di iniziative benefiche, non rientrano nella tipologia di fondi in oggetto.¹⁹⁸

La tabella 3.1 mostra la distribuzione degli investimenti complessivi dei fondi comuni “etici” in Italia, per *asset class*: si nota come la gran parte del patrimonio degli investitori istituzionali sia orientato ad un impiego in obbligazioni e di come solo il 6% sia invece concentrato su prodotti azionari. Un’eccezione, in tal senso, è rappresentata dai fondi pensione, che, come affermato sempre in Dal Maso e Fiorentini (2013), “*incentrano le proprie strategie SRI prioritariamente sull’azionario*”.¹⁹⁹ Tale informazione è tuttavia puramente accademica in quanto la composizione dei fondi di investimento è costituita da una media della composizione ed è influenzata dalla dimensione dei singoli fondi e dalla composizione dei più grandi.

¹⁹⁸ Mazzoleni Manuela, Viscovi Alessandra, (2013), *Il sistema di offerta: i fondi di investimento retail*, in Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 206-208

¹⁹⁹ Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 34

Tabella 3.1 – Asset Allocation in Italia



Fonte: Eurosif 2012 - Elaborazione Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 34

La società utilizza un'istruttoria di "eticità" basata su tre distinti passaggi: una fase di analisi, costituita da una rielaborazione propria del rating etico ottenuto da due diverse fonti esterne, una fase di *engagement* e un'attività di *proxy voting*.

L'indagine viene svolta da un team di analisti, indipendente da coloro i quali devono valutare l'economicità dell'investimento e, soprattutto, indipendente dal management aziendale; l'obiettivo è quello di "proteggere" la valutazione da vizi o condizionamenti dovuti a considerazioni non afferenti alle tematiche ESG.²⁰⁰

Questi *step* non sono svincolati e autonomi tra di loro e pertanto, la presenza di uno solo di essi non determina l'inclusione nel processo di *asset allocation*; solo la sovrapposizione contemporanea delle tre dimensioni comporta l'accettazione nel cd "universo investibile".

²⁰⁰ Una assoluta indipendenza non è tuttavia raggiungibile in considerazione della natura "profit" dell'attività di *asset allocation*.

3.1.1 La fase di analisi

Il processo di rielaborazione/formazione del rating etico può essere riassunto e schematizzato in nove punti consecutivi:

1. Definizione dell'universo investibile;
2. Selezione dei titoli e identificazione degli indicatori di valutazione;
3. Ricerca di valutazioni etiche emesse da *data-provider* e calcolo del giudizio medio per singolo *domain*;
4. Normalizzazione;
5. Applicazione del "*peso di dominio*" individuato dalla società;
6. Calcolo del rating rielaborato;
7. *Screening* negativo;
8. Analisi finanziaria;
9. Analisi ESG;

Il punto di partenza è l'individuazione dell'universo investibile, inteso non come l'identificazione di società o aziende particolarmente meritevoli, ma come la mera definizione della tipologia e della provenienza dei prodotti adatti al soddisfacimento delle esigenze del SGR.²⁰¹

Successivamente, sulla base della scelta effettuata, si procede alla selezione dei titoli per ogni settore considerato. Ciò comporta l'individuazione degli indicatori "comuni", ossia tutte quelle variabili contestualmente presenti nei titoli selezionati che consentiranno di formulare un giudizio sul portafoglio in analisi e che saranno quindi oggetto dell'istruttoria; non sarebbe infatti possibile attribuire un rating ESG ad un portafoglio non omogeneo.

Esempi, in tal senso, possono essere variabili quali le considerazioni effettuate sulle problematiche ambientali nel corso della formulazione della strategia aziendale, una valutazione sull'efficienza del *board* e sulla distribuzione dei poteri o le relazioni instaurate con clienti, fornitori e comunità locali.

²⁰¹ Si potrebbe stabilire, per esempio, di considerare solo società Europee quotate nei mercati regolamentati.

Tale processo avviene attraverso un approccio di tipo *bottom-up*, nel senso che la fase di *fund picking* precede la definizione della *style allocation*.²⁰²

In altri termini, la definizione dello stile d'investimento a cui la società di gestione del risparmio dovrà attenersi, è posteriore alla scelta dei singoli strumenti da inserire nel portafoglio titoli.

Con riferimento alla fase di selezione, la società non esclude preliminarmente alcun settore avvalendosi dell'approccio *best in class*, volto ad individuare tutte quelle aziende che si sono distinte nell'ambito della performance ESG; una fase di esclusione preliminare, assimilabile alla pratica dello *screening negativo*, è utilizzata solo su esplicita richiesta degli investitori che ne identificano altresì le condizioni e i termini.

Le successive considerazioni operate e l'implementazione dello stile d'investimento, sono effettuate attraverso la metodologia *norms-based*, ossia, come già esposto in precedenza, mediante una valutazione dell'investimento effettuata esclusivamente sulla base della conformità di quest'ultimo ai principi stabiliti dalle organizzazioni internazionali (es. ILO, UNICEF, UNEP, UNHRC) e alla normativa vigente.²⁰³

Tale scelta è stata giustificata dalla responsabile della società di gestione del risparmio in oggetto, in virtù del fatto che “*la società non può arrogarsi il diritto di stabilire cosa è etico per il cliente e cosa non lo è, pertanto ci si affida a quanto prescritto dagli organismi sovranazionali e dai governi*”. Nel grafico 3.1, che riporta l'ammontare di patrimonio amministrato distinto per ciascuna strategia di investimento, si osserva come l'approccio *norms-based* sia molto utilizzato nell'ambito degli investimenti socialmente responsabili, secondo solo alla pratica dello *screening negativo*; tale diffusione esprime come il rischio di una valutazione “soggettiva” sia percepito dagli operatori e di come pertanto essi optino sovente per l'utilizzo di criteri standard universalmente riconosciuti. L'esponentiale aumento della selezione di investimenti operata tramite l'ausilio di norme e convenzioni (definiti anche come “standard”), che ha comportato un incremento di *AuM (Asset under Management)* di oltre 310 miliardi di Euro, è dovuta principalmente alle scelte operate dal Gruppo Generali e da *Pioneer Investments* nel

²⁰² Lazzari Valter, (2003), *Modelli organizzativi e operativi delle sgr speculative italiane*, in “LIUC Papers n. 129 - Financial markets and corporate governance, 3”, Libero Istituto Universitario Carlo Cattaneo, Castellanza – pag. 4

²⁰³ Eurosif, *Op. Cit.*, pag. 10

biennio 2010-2011, due enormi gruppi finanziari che hanno contestualmente deciso di attenersi ai principi stabiliti dall'UN Global Compact.²⁰⁴

Grafico 3.1 – Asset under management distinto per strategie SRI, in Italia



Fonte: Eurosif 2012 - Elaborazione Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 32

La seconda fase attiene alla ricerca di valutazioni già emesse per ogni singolo indicatore precedentemente identificato, mediante *data provider* o società quali *Bloomberg*, *Reuters*, *Novethic* e *Sustainalytics*. L'azienda, pur avvalendosi di due distinti giudizi esterni, rielabora e rivaluta, secondo propri criteri, quest'ultimi, sostenendo di fatto una nuova istruttoria ESG.

I dati vengono ricercati e catalogati sulla base del modello di riferimento utilizzato; in questo caso non ci si avvale dell'acronimo ESG, bensì di un più esteso framework E S BB CG, ossia *Environmental, Social, Business Behavior and Corporate Governance*.

Si ottiene quindi una griglia di valutazione simile a quella rappresentata nella tabella 3.2. Ciascun titolo viene valutato sulla base di ogni indicatore (Ind_n), che a sua volta viene "assegnato" alla relativa dimensione; per ognuno di essi, l'azienda ricerca due distinte valutazioni (p_1 e p_2), generalmente espresse mediante una scala in centesimi.

²⁰⁴ Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 32

Esempi di indicatori (Ind_n) sono:²⁰⁵

- *Environment*
 - Emissioni dannose nell'atmosfera e piani di controllo all'inquinamento;
 - Protezione della biodiversità;
 - Sviluppo di strategie di produzione e commerciali "ecosostenibili";
 - Tecniche di minimizzazione dell'impatto ambientale;
 - Gestione degli effetti "collaterali" all'attività aziendale (es. rumore, polvere e odori);
- *Social*
 - Miglioramento delle condizioni di lavoro e sicurezza;
 - Rispetto delle pari opportunità e assenza di discriminazioni razziali, politiche e religiose;
 - Efficace gestione delle carriere, del sistema promozionale e di remunerazione;
 - Libertà di associazione dei dipendenti in sigle sindacali e/o organizzazioni;
 - Contributo all'interesse generale e delle comunità in cui si opera;
- *Business Behavior*
 - Prevenzione a pratiche societarie scorrette;
 - Sicurezza dei prodotti;
 - Prevenzione alla corruzione;
 - Integrazione di preoccupazioni socio-ambientali nella catena di fornitura;
 - Esaustive informazioni ai clienti;
 - Accordi contrattuali "responsabili";
- *Corporate Governance*
 - *Audit* e controllo interno;
 - Rispetto dei diritti degli azionisti;
 - Remunerazione dei dirigenti;
 - Disponibilità ad attività di *engagement*;

²⁰⁵ Gli indicatori elencati rappresentano un esempio, non esaustivo, delle variabili solitamente considerate. Le voci esposte si riferiscono a SRI Research, *Op. Cit.*, slide 23-27

Tabella 3.2 – Griglia di valutazione E S BB CG

	E S BB CG															
	Environment				Social				Business Behavior				C. Governance			
	Ind ₁		Ind _n		Ind ₁		Ind _n		Ind ₁		Ind _n		Ind ₁		Ind _n	
	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂	P ₁	P ₂
Titolo ₁																
Titolo ₂																
Titolo ₃																
Titolo _n																

Elaborazione propria

Attraverso una media aritmetica ogni titolo si trova quindi dotato di due valutazioni per ciascuna dimensione, una per ogni *data-provider*.

A questo punto si procede a normalizzare i risultati ottenuti riconducendoli ad una scala da 1, “eticità” minima, a 5, “eticità” massima: l’obiettivo di tale processo è quello di rendere omogenee le valutazioni in possesso dell’*asset manager*, eliminando giudizi frutto di casualità, non ripetibilità o straordinarietà.

Tale operazione consente inoltre di uniformare i criteri utilizzati dalle due diverse fonti esterne; i dati infatti, oltre a poter essere espressi mediante scale eterogenee, potrebbero essere il risultato di criteri di giudizio applicati difformemente.

Come affermato infatti da Tomo e Utica (2011) “*questa operazione è necessaria per evitare distorsioni dovute all’inevitabile utilizzazione di fattori di scala differenti per ogni criterio e di valori con ordini di grandezza estremamente diversi*”.²⁰⁶

Successivamente viene introdotto un peso settoriale specifico, definito “peso di dominio”, a seconda della natura dell’emittente dello strumento finanziario; con riferimento, ad esempio, al criterio ambientale, viene assegnato un peso “molto alto” alle aziende coinvolte nel trattamento di materie prime, “alto” al settore automobilistico

²⁰⁶ Tomo Marco, Utica Gianni, (2011), *Metodi di valutazione della sostenibilità dei progetti*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN) – pag. 188-190

e farmaceutico, “medio” alla grande distribuzione alimentare, “basso” a società del settore delle telecomunicazioni e “molto basso” agli intermediari finanziari.

L’obiettivo di tale distinzione è quello di ridurre le possibilità di distorsione insite in valutazioni di questo tipo; una banca avrà molto probabilmente un impatto ambientale inferiore a quello di un’azienda manifatturiera, ma ciò potrebbe non essere dovuto a particolari considerazioni di responsabilità socio ambientale del management o ad iniziative intraprese in tale direzione, bensì potrebbe essere la mera conseguenza del differente settore di operatività.

A tale principio vi è comunque un’eccezione: non viene applicata alcuna ponderazione al giudizio relativo alla *Corporate Governance* in quanto, nell’ottica della società di gestione, le peculiarità e le criticità della tematica sono comuni a tutti i differenti settori merceologici; per questo motivo, con riferimento a tale dimensione, non si utilizza un approccio “*best in class*” bensì una valutazione di tipo “*best in universe*”, ossia una selezione delle migliori emittenti dell’universo d’investimento, effettuata indipendentemente dal settore di appartenenza.²⁰⁷

In altri termini l’*asset manager* ritiene che l’insieme delle politiche e delle pratiche volte a formare il cd “governo societario”, quali ad esempio le metodologie mediante le quali le compagnie sono amministrate e controllate, la qualità dei rapporti con i portatori di interesse e la trasparenza delle attività e dei ruoli del consiglio di amministrazione, non sono specificità di alcun settore ma, al contrario, ricoprono un ruolo di primo piano indipendentemente dal business svolto; per questa ragione tale tematica non subisce ponderazione ma viene valutata in via omogenea.

Si è detto che l’*asset manager* in questione solitamente non effettua una fase di *screening negativo*, tuttavia, prima di procedere ad ulteriori valutazioni sulla responsabilità dell’investimento e prima di essere ammessi alla fase d’istruttoria tipicamente economico-finanziaria, viene applicato un filtro volto ad escludere i titoli di emittenti non rispettose dei diritti umani;

Nonostante la società abbia scelto di non operare alcuna esclusione preliminare al fine di non “contaminare” l’istruttoria con considerazioni di tipo soggettivo sull’“eticità” di un determinato investimento, essa contestualmente reputa “universalmente accettato” il rispetto dei diritti umani e, pertanto, si impegna ad escludere tutte le società emittenti

²⁰⁷ Per approfondimenti sull’argomento si veda Eurosif, *Op.Cit.*, pag. 35

non rispettose di essi; Tale fase avviene posteriormente all'elaborazione delle valutazioni sulle singole emittenti in quanto esse vanno comunque a formare e alimentare un database "storico" utilizzato negli step e negli anni successivi.

Il processo può essere riassunto sostanzialmente mediante l'applicazione delle prescrizioni contenute in tre documenti redatti da organizzazioni sovranazionali: la Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo del 1948, che sancisce universalmente i diritti civili, politici, economici e sociali, riconosciuti ad ogni individuo in quanto tale.

Il framework "*Protect, Respect and Remedy*" elaborato dal "*United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs)*", strutturato in tre distinti pilastri.²⁰⁸

Il primo, denominato "*State duty to protect*", si rivolge agli Stati ed esplicita il dovere di ognuno di essi di proteggersi contro le violazioni dei diritti umani compiute da terzi, comprese le imprese, attraverso l'implementazione di norme e regolamenti efficaci. I Governi vengono ritenuti responsabili qualora il loro agire in tal senso venga giudicato non sufficiente a prevenire ed arginare gli abusi commessi. Il *framework* incoraggia inoltre gli Stati in cui le società legalmente risiedono, nel fornire prescrizioni chiare ed esaustive alle imprese che operano in via extraterritoriale, specialmente nei cd "paesi in via di sviluppo".²⁰⁹

Il secondo pilastro, identificato come "*Corporate Responsibility to Respect*", è volto a introdurre la responsabilità in capo alle aziende. Esse devono agire con la "dovuta diligenza" per evitare di violare i diritti degli individui e devono identificare il proprio impatto in tal senso, adoperandosi al fine di ridurlo a livelli minimi.²¹⁰

Allo scopo di chiarire meglio il concetto, si riporta l'esempio della risoluzione proposta dagli azionisti di McDonald's nel maggio del 2013; il documento depositato chiede formalmente che la società si attivi per valutare l'impatto effettivo delle politiche del gruppo in tema di diritti umani. A livello sostanziale questo significherebbe "*pratiche di*

²⁰⁸ Human Rights Council, (2011), *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations "Protect, Respect and Remedy" Framework* - Pur essendo strutturato in tre distinti pilastri, il documento è articolato in numerosi principi teorici ed operativi. Per eventuali approfondimenti si rimanda alla versione integrale, disponibile all'indirizzo <http://www.business-humanrights.org/media/documents/ruggie/ruggie-guiding-principles-21-mar-2011.pdf>

²⁰⁹ Human rights council, *Op. Cit.*, pag. 6-12

²¹⁰ Human rights council, *Op. Cit.*, pag. 13-21

revisione del lavoro, accordi contrattuali con i governi e criteri per la valutazione dei business partner per i loro possibili impatti".²¹¹

Tale risoluzione non si limita a "riconoscere" il ruolo e l'importanza dei diritti umani in maniera generica, ma è volta ad assicurare che politiche a supporto di essi vengano effettivamente implementate e, successivamente valutate; Margaret Jungk (2013) afferma che il documento è il primo nel suo genere e "*chiede a McDonald's di andare oltre alla produzione di dichiarazioni firmate dal CEO in cui si afferma che si agirà al fine di evitare impatti negativi sui diritti umani*".²¹²

Il terzo pilastro del *framework* infine, è denominato "*Access to remedy*", ed è relativo all'implementazione di strumenti di ricorso atti a porre rimedio alle violazioni commesse; UNGP impone che i meccanismi a livello statale debbano essere legittimi, accessibili, equi e trasparenti. Allo stesso modo i meccanismi a livello aziendale, oltre che essere indipendenti, sono incoraggiati ad operare attraverso il dialogo e l'impegno al fine di evitare situazioni in cui la società stessa è chiamata a giudicare le proprie azioni.²¹³

Si ricordano infine le prescrizioni previste dall'*International Labour Organization* (ILO) il cui obiettivo è, come enunciato dal Direttore Generale Juan Somavia (2005), garantire che "*ogni donna e ogni uomo possano accedere ad un lavoro dignitoso e produttivo, in condizioni di libertà, uguaglianza, sicurezza e dignità*".²¹⁴

Tra le convenzioni fondamentali che ogni emittente deve rispettare si citano:²¹⁵

- Eliminazione del lavoro forzato in tutte le forme (ad eccezione del servizio militare, del lavoro penitenziario adeguatamente regolamentato e di necessità straordinarie dovute a calamità naturali);
- Libertà di associazione e tutela del diritto sindacale;
- Difesa delle organizzazioni di categoria e adozione di incentivi alla contrattazione collettiva tra le parti;

²¹¹ Jungk Margaret, (2013), *Shareholders Pressure McDonald's to Report Human Rights Impacts*, disponibile all'indirizzo:

http://www.huffingtonpost.com/margaret-jungk/mcdonalds-shareholders-no_b_3317423.html

²¹² Si veda nota precedente

²¹³ Human rights council, *Op. Cit.*, pag. 22-27

²¹⁴ ILO, (2005), *L'ILO: Cos'è e cosa fa* – pagina 12. Il documento è liberamente consultabile all'indirizzo http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---europe/---ro-geneva/---ilo-rome/documents/publication/wcms_152359.pdf

²¹⁵ L'elenco delle convenzioni "fondamentali" è disponibile a pag. 16 di ILO, *Op. Cit.*

- Parità di genere, retribuzione e trattamento;
- Eliminazione di discriminazioni dovute a razza, colore, sesso, religione, opinione politica, discendenza nazionale o origine sociale;
- Eliminazione del lavoro minorile (l'età minima di assunzione deve essere non inferiore all'età in cui cessa la scuola dell'obbligo);

Si potrebbe contestare che l'approccio *norms-based* preveda già la conformità dei titoli selezionati in portafoglio ai precetti contenuti nei documenti sopracitati e in quelli elaborati da altre organizzazioni sovranazionali, e di come pertanto sia superflua l'applicazione di un filtro di esclusione a questo punto dell'analisi; tuttavia la società in oggetto, ai fini dell'istruttoria, si avvale in aggiunta delle informazioni provenienti da soggetti terzi definibili come "non-istituzionali". Si citano ad esempio ONG quali *Amnesty International*, *Freedom House* e *WWF*, quotidiani come il francese *Les Echos* e contatti diretti con l'azienda.²¹⁶

Terminata la fase di applicazione dello screening negativo si procede, in virtù della citata metafora con il "*Giano Bifronte*", all'analisi prettamente economico-finanziaria in quanto, come affermato da Adamo (2009), "*tale metodologia di valutazione [ndr: la cd valutazione ESG] deve essere considerata strumentale ed integrativa rispetto ad una valutazione tradizionale e non può costituire per intero il parametro di riferimento dell'investitore*".²¹⁷

Non essendo lo scopo del presente elaborato quello di illustrare le metodologie operative utilizzate nel corso della valutazione economica, si riportano esclusivamente quelli che Gasperini (2013) identifica come "punti di contatto" tra l'analisi fondamentale e l'istruttoria ESG: la diffusione di nuove forme di reporting aziendale, quali ad esempio il bilancio integrato o il bilancio sociale e l'evoluzione delle metodologie di valutazione degli *asset* intangibili.²¹⁸

Come definito dall'autore infatti "*l'iniziale identificazione e la successiva misurazione e comunicazione di tali risorse attraverso adeguati metodi, consente di valutare le*

²¹⁶ Le fonti di informazione "esterne" utilizzate sono riconducibili a cinque categorie principali: società di rating, ONG/sindacati/no-profit, Brokers, media e azienda stessa.

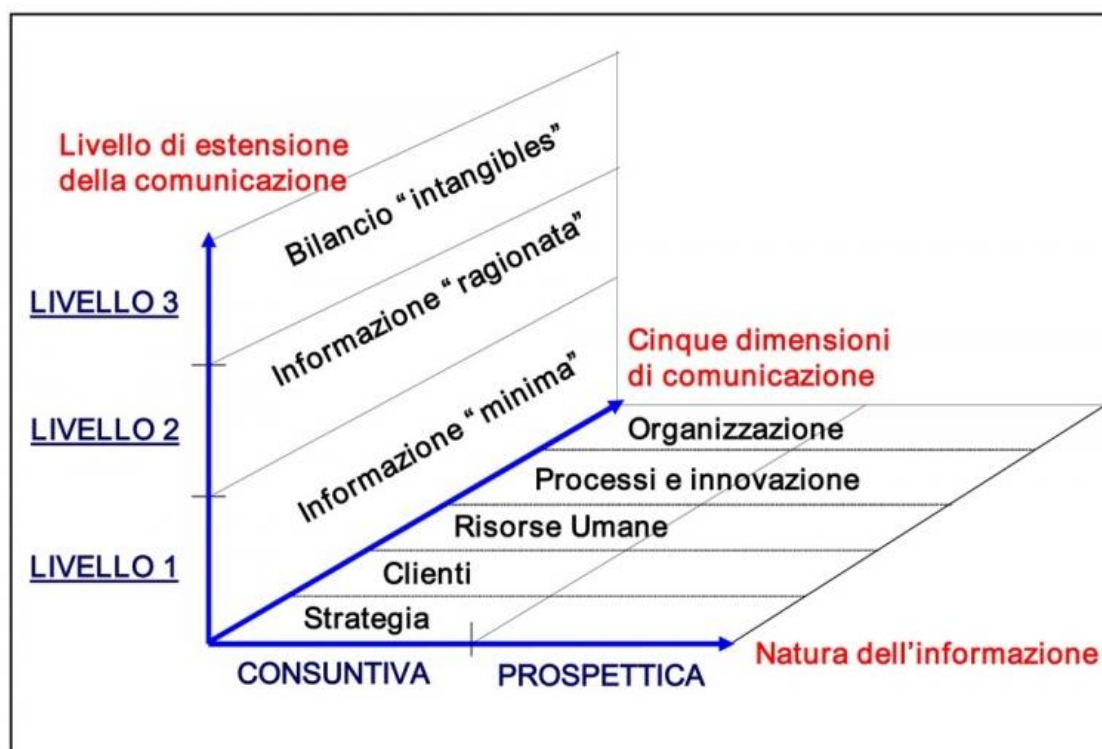
²¹⁷ Adamo, *Op. Cit.*, pag. 138

²¹⁸ Gasperini Andrea, (2013), *L'analisi ESG e i punti di contatto con l'analisi fondamentale*, in Dal Maso, Fiorentini, *Op.Cit.*, pag. 152-161

potenzialità di creazione del valore e contestuale crescita delle imprese, conseguendo ampi vantaggi competitivi sostenibili”.²¹⁹

A tal fine si può utilizzare il cd “metodo AIAF per la comunicazione delle risorse intangibili” strutturato mediante lo schema tridimensionale esposto nel grafico 3.2.²²⁰

Grafico 3.2 – Metodo AIAF per la comunicazione delle risorse intangibili



Fonte: AIAF, (2002), *La comunicazione degli Intangibles e dell'Intellectual Capital - un modello di analisi*, in "Quaderno Aiaf n. 106 dicembre 2001 / gennaio 2002" - pag. 9-16

Il modello, mediante una valutazione basata su cinque distinte dimensioni, analizza il capitale umano e le risorse intangibili sulla base del livello di completezza delle

²¹⁹ La citazione è tratta dal materiale integrativo di Dal Maso, Fiorentini, *Op.Cit.*

²²⁰ Per eventuali approfondimenti sul modello citato si rimanda a AIAF, (2002), *La comunicazione degli Intangibles e dell'Intellectual Capital - un modello di analisi*, in "Quaderno Aiaf n. 106 dicembre 2001 / gennaio 2002" e AIAF, (2003), *Intangibles: metodi di misurazione e valorizzazione*, in "Quaderno Aiaf n. 113 aprile 2003"

informazioni comunicate e attraverso una duplice osservazione, consuntiva e prospettica.²²¹

La necessità di una stima ex-ante è determinata dall'inclusione della “strategia” tra le variabili che ne determinano l'esito; solo un raffronto tra gli obiettivi inizialmente prefissati e quelli poi effettivamente raggiunti, può infatti determinare una valutazione.

La qualità informativa viene suddivisa e valutata mediante una struttura a tre livelli:

Il primo è un livello minimo che fornisce informazioni qualitative in forma sintetica mediante un approccio esclusivamente consuntivo.

Un secondo livello è quello definito come “informazione ragionata” nel quale, all'interno del bilancio di esercizio, viene creata una sezione dedicata agli *intangibles* in cui è presente un “quadro di controllo dinamico” sulla performance dell'azienda; il limite di tale ambito risiede, come per il precedente, nella scarsità di informazioni di tipo previsionale.

Infine si trovano le aziende caratterizzate da un livello di informazione esteso dovuto alla pubblicazione di un documento, strutturato secondo le cinque dimensioni del modello, che viene definito “il *bilancio degli intangibles o del capitale intellettuale*”.

In esso sono indicate le descrizioni qualitative, i dati quantitativi, le indicazioni prospettiche/consuntive e una sezione contenete gli obiettivi da perseguire, esplicitati attraverso indicatori economico finanziari.

La fase di analisi termina con il calcolo di un rating “unico”, frutto della media aritmetica dei valori dei vari *domain* opportunamente modificati e con l'applicazione di alcuni ulteriori filtri denominati “*alerts*” volti a escludere o “rimandare” alcune società o Stati. In particolare:

- Vengono escluse tutte le emittenti aventi un rating ESG inferiore a 3.²²²
- Viene sospeso il giudizio sui soggetti che, mediante un'osservazione dei dati storici, presentano una notevole volatilità del giudizio o qualora le votazioni emesse dai *data provider*, pur determinando un rating superiore a 3, siano in

²²¹ L'analisi, le citazioni e i commenti al modello AIAF qui esposti sono contenuti nel materiale integrativo di Gasperini, *Op. Cit.*

²²² Si ricorda che mediante il processo di normalizzazione, si è provveduto a ricondurre le valutazioni ottenute dai data-provider ad una scala da 1-5. Tale decisione non è tuttavia “rigida” in quanto è possibile che le esigenze contingenti determinino la necessità di utilizzare una gradazione differente.

netta divergenza tra loro.²²³ Queste società emittenti vengono “rimandate” alla fase di *engagement* in modo che si possa verificare la natura ed i motivi di queste incongruenze.

3.1.2 La fase di *engagement*

Terminata la fase prettamente di analisi, *l'asset manager* instaura un rapporto con le singole emittenti in modo da superare eventuali criticità emerse e al fine di incrementare la mole di informazioni a propria disposizione.

Per un'accurata trattazione teorica sull'attività di *engagement* e sul processo di presentazione delle risoluzioni si rimanda al primo capitolo di questo lavoro. Con riferimento al caso in oggetto, vengono preliminarmente analizzati i soggetti che hanno presentato delle “zone d'ombra” sulla questione relativa ai diritti umani, le cui valutazioni “storiche” non siano lineari o il cui rating è frutto di valutazioni divergenti; si potrebbe affermare che, in relazione a tale tipologia di emittenti, la società di investimento operi un *hard engagement* giungendo fino alla presentazione di *shareholder resolution*. Un importante segnale è, secondo la responsabile della società in esame, la disponibilità al dialogo del valutato; se in presenza di evidenti problematiche attinenti al rispetto dei diritti umani (si pensi per esempio ad un articolo di denuncia apparso sui media), l'emittente in questione si limita a respingere le accuse sottolineando il rispetto della normativa vigente o mostri un atteggiamento poco collaborativo, il soggetto viene escluso dal portafoglio di investimento.

²²³ Si pensi per esempio ad un ipotetica valutazione frutto della media tra un 5 (eticità massima) ed un 1 (eticità minima). Il rating risultante, sulla base del livello minimo pari 3, risulta “sufficientemente responsabile” ma uno dei due data-provider ha evidenziato delle gravi criticità sull'emittente.

3.1.3 L'attività di *proxy voting*

La disciplina della “delega di voto in assemblea” è rintracciabile, nell’ordinamento italiano, all’articolo 142 del Testo Unico della Finanza e, con riferimento al suo esercizio nell’attività di gestione del portafoglio, all’articolo 24 comma c del medesimo documento.

Quest’ultimo è stato recentemente modificato attraverso il d.lgs. n. 164 del 17/9/2007 e prevede che *“la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa di investimento, alla banca o alla società di gestione del risparmio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabilite con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob”*.²²⁴

In tal senso, come affermato da Premonte (2012), per delega di voto *“si intende il conferimento della rappresentanza per l'esercizio del voto nelle assemblee (...) il modello a cui il nostro legislatore si è ispirato è quello statunitense del cd proxy voting”*.²²⁵

La società persegue una politica di “investitore attivo” esercitando il diritto di voto presso le assemblee degli azionisti in cui è presente, raccogliendo le deleghe degli investitori e adoperandosi al fine di garantire il rispetto dei principi ESG enunciati nei documenti informativi.

²²⁴ L'articolo 142 dettaglia invece le modalità attraverso le quali la delega di voto può essere conferita, ed in particolare il fatto che essa *“è revocabile e può essere conferita soltanto per singole assemblee già convocate, con effetto per le eventuali convocazioni successive; essa non può essere rilasciata in bianco e indica la data, il nome del delegato e le istruzioni di voto. 2. La delega può essere conferita anche solo per alcune delle proposte di voto indicate nel modulo di delega o solo per alcune materie all'ordine del giorno. Il rappresentante è tenuto a votare per conto del delegante anche sulle materie iscritte all'ordine del giorno, sulle quali abbia ricevuto istruzioni, non oggetto della sollecitazione. Le azioni per le quali è stata conferita la delega, anche parziale, sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea”*.

http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_1998.htm#Art._24

²²⁵ La citazione riportata è tratta da un commento all’articolo 142 del TUF contenuta in Fratini Marco, Gasparri Giorgio, (2012), *Testo unico della Finanza*, Utet Giuridica, Milano – pag. 1880-1882

A tal fine alcuni *asset manager* si avvalgono delle indicazioni fornite dalle linee guida elaborate dall'*Institutional Shareholder Services* che, con riferimento agli investimenti socialmente responsabili, prevedono ad esempio:²²⁶

- La comunicazione agli azionisti di informazioni integrative di compensazione chiare e complete quali, ad esempio, eventuali incentivi o obiettivi legati alla gestione e supervisione degli aspetti ESG, o la sicurezza sul posto di lavoro;
- Il mantenimento di un adeguato livello di *pay-for-performance* con l'accento sul valore azionario di lungo periodo;
- Il voto contrario qualora si manifesti l'incapacità di gestire o mitigare in maniera adeguata i rischi ambientali, sociali e di governance;

3.2 La “frontiera della performance”

Disporre di valutazioni sulla sostenibilità e sulla responsabilità dei soggetti emittenti è importante non solo ai fini del processo di *asset allocation* e alla conseguente attività d'investimento ma anche, per la costruzione della cd “frontiera della performance”. Tale concetto è stato elaborato ed esposto da Robert G. Eccles e George Serafeim (2013), entrambi professori alla *Harvard Business School*, e si riferisce alla costruzione di quella che i due economisti definiscono come una “strategia di sostenibilità”.²²⁷

L'intero processo poggia sulla disponibilità di accurate valutazioni etiche costruite mediante il ricorso alle tecniche viste nelle pagine precedenti e fornisce elementi e strumenti aggiuntivi utili ai fini di un arricchimento dell'istruttoria ESG; in altri termini la costruzione della frontiera della performance rappresenta un possibile “uso” dei rating

²²⁶ L'*Institutional Shareholder Services* è una società di consulenza attiva nell'ambito della *corporate governance*. Annualmente essa elabora delle linee guida contenenti alcune indicazioni rivolte agli investitori sul comportamento da adottare nelle assemblee degli azionisti. Il *framework* relativo agli SRI è consultabile all'indirizzo: <http://www.issgovernance.com/files/2012ISSRIInternationalPolicy.pdf>

²²⁷ I contenuti e gli esempi esposti nelle pagine seguenti si riferiscono a Eccles G. Robert, Serafeim George, (2013), *The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy*, in “Harvard Business Review, May 1, 2013” – pag. 51-60

esposti e definiti nei capitoli precedenti che permette di comprendere le potenzialità delle valutazioni ESG.²²⁸

Finora le aziende, pur avendo introdotto delle prassi volte a diminuire gli impatti socio-ambientali da esse provocate, si sono limitate ad attuare misure isolate ed indipendenti non facenti parte di un disegno più ampio e prospettico. Il beneficio derivante dalle operazioni quali la riduzione degli sprechi o, per esempio, dal taglio delle emissioni di anidride carbonica, rischia di essere annullato dalla mancata integrazione di preoccupazioni di questo tipo in una strategia strutturata.

In secondo luogo è necessario fornire un quadro di riferimento che consenta di collegare le performance finanziarie con quelle in campo ESG; un ostacolo all'affermazione di pratiche responsabili è infatti rappresentato dal costo, in termini economici, che esse possono provocare sui bilanci aziendali. A disincentivare ulteriormente i soggetti economici vi è il fatto che le esternalità negative quali inquinamento o pratiche di lavoro non conformi alla normativa sono, secondo gli autori, prioritariamente a carico della società e solo in via residuale o in presenza di “episodi eclatanti”, a carico degli azionisti e dell'azienda.²²⁹

Un'analisi accurata e l'implementazione di una strategia efficace può tuttavia trasformarsi in un'opportunità di guadagno; la corretta integrazione di tematiche ESG, derivante da una altrettanto corretta valutazione e misurazione delle sue varie dimensioni, può tradursi in un vantaggio competitivo distinto e a se stante rispetto ai potenziali guadagni dell'attività di investimento.

Sulla base di ciò Eccles e Serafeim hanno elaborato il modello di “frontiera efficiente” esposto nel grafico 3.3;²³⁰ sull'asse verticale sono rappresentate le “performance finanziarie”, identificate da variabili come ricavi, margini di profitto o prezzo delle azioni, mentre sull'asse orizzontale le prestazioni ESG. A questo proposito gli autori confermano un problema già ampiamente trattato in questo lavoro ossia che “le

²²⁸ Il riferimento è rivolto alla *customisation* operata da Vigeo e alla ponderazione effettuata nel processo di *asset allocation*; tali attività hanno delle evidenti analogie, come si vedrà, con la definizione della “*materiality map*” dalla quale potrebbero anche ottenere importanti spunti di perfezionamento.

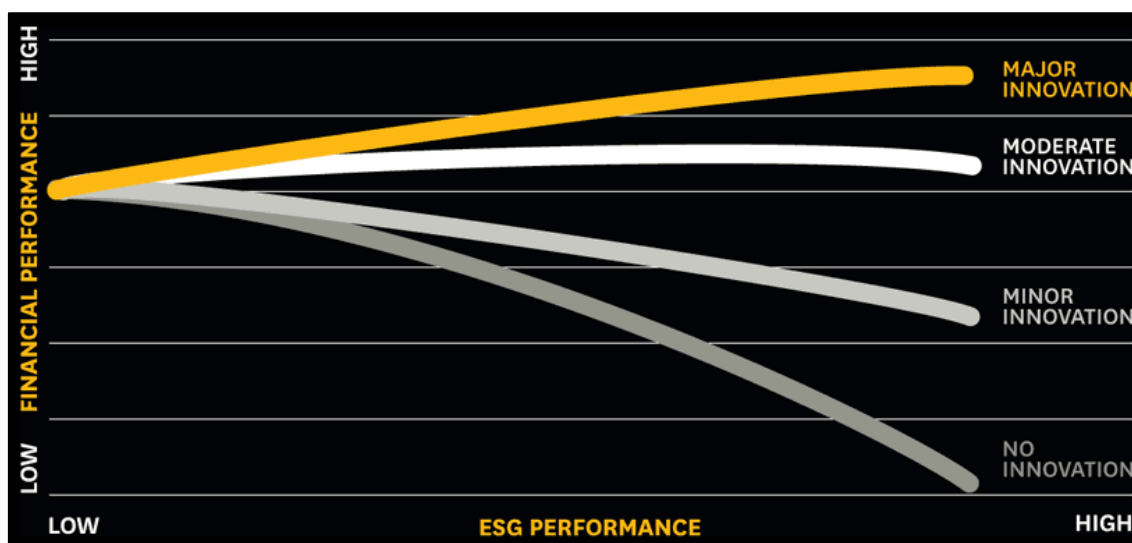
²²⁹ Gli autori riconoscono tuttavia la gravità delle conseguenze di tali scandali.

²³⁰ Il modello è stato realizzato mediante interviste, sondaggi ed indagini sul campo che hanno coinvolto circa 3000 aziende nel periodo dal 2002 al 2011.

limitazioni relative alla misurazione delle performance ESG e la presenza di una miriade di diverse variabili non rende possibile tracciare un grafico preciso”.

Più ripida è la pendenza positiva della linea, maggiore è il *trade-off* tra risultati economici e criteri di responsabilità; questo è quello che gli autori definiscono come “frontiera della performance”.

Grafico 3.3 – La frontiera della performance



Fonte ed elaborazione: Eccles, Serafeim, *Op. Cit.*, pag. 52

Il concetto si basa sul grado di innovazione delle società per cui, un maggior livello di essa comporta uno spostamento verso l'alto della nostra traiettoria. Solo la combinazione tra tematiche ESG e risultati finanziari e l'integrazione di preoccupazioni di tipo socio-ambientale nell'intero processo societario sono in grado di determinare un livello tale di innovazione in grado di fornire, all'azienda, un vantaggio competitivo stabile e duraturo. Le operazioni che determinano un innalzamento della frontiera sono tuttavia quelle tipicamente più rischiose, esose di risorse e con un orizzonte temporale a lungo termine; il riferimento principale è a grandi innovazioni in prodotti e processi e a rivisitazioni del modello di business.

Al fine di creare una solida “strategia della sostenibilità” Eccles e Serafeim (2013) individuano un *framework* composto da 4 tipologie di iniziative:

1. Identificazione della “materialità” delle tematiche ESG;
2. Quantificazione della relazione tra performance finanziarie e socio-ambientali;
3. Innovazione in prodotti, processi e modelli di business;
4. Comunicazione agli stakeholders;

Il punto di partenza è rappresentato dall’identificazione delle tematiche ESG “materiali” per l’impresa oggetto di analisi. Con tale aggettivo gli autori si riferiscono alle tematiche “maggiormente importanti” per i vari settori; il *range* degli indicatori considerabili è infatti vasto e vario ma l’impatto che essi singolarmente hanno sulle performance dell’azienda è differente a seconda del business in cui si opera e della strategia adottata.

Come ricordato dai due economisti, infatti, la “consistenza” di valutazioni come ad esempio il rispetto dei diritti umani, è di gran lunga maggiore se ci si riferisce ad una azienda che ricorre a manodopera a basso costo nei paesi in via di sviluppo piuttosto che per una società che si avvale di personale qualificato in paesi fortemente industrializzati. Allo stesso modo l’emissione di anidride carbonica nell’atmosfera è questione la cui importanza varia a seconda che si stia analizzando un’industria o un intermediario finanziario.²³¹

Si introduce quindi la necessità di identificare le questioni maggiormente consistenti per ogni settore di business; tale operazione deve essere eseguita a livello settoriale e non può essere lasciata in capo alle singole imprese in quanto si creerebbe una situazione disomogenea che non consente la creazione di un modello uniforme.

Una soluzione in tal senso è stata proposta dalla *Sustainability Accounting Standards Board*, un’associazione no profit avente ad obiettivo quello di fornire uno standard alle società quotate statunitensi per la rilevazione della “materialità” delle problematiche tipiche della sostenibilità.²³²

²³¹ Eccles, Serafeim, *Op. Cit.*, pag. 53

²³² Per approfondimenti si rimanda al sito ufficiale dell’organizzazione, disponibile all’indirizzo: <http://www.sasb.org/>

Nella tabella 3.3 è possibile osservare la “*Materiality Map*” realizzata dall’organizzazione; essa stabilisce le priorità dei vari settori industriali tra diverse tematiche ESG attraverso un algoritmo proprietario e fornisce un punteggio su una scala da 0.5 a 5. Tutti gli indicatori superiori a 2,25 sono considerati consistenti per quel tipo di business.²³³

²³³ Per considerazioni inerenti al processo di costruzione della mappa si segnala <http://www.sasb.org/materiality/determining-materiality/>

Tabella 3.3 – Materiality Map

ISSUES	Health Care					
	Biotechnology	Pharmaceuticals	Medical Equipment & Supplies	Health Care Delivery	Health Care Distribution	Managed Care
Climate Change Risk	3.75	3.75	1.25	0.75	0.75	1.00
Environmental accidents and remediation	0.75	1.25	1.50	1.00	1.00	0.75
Water use and management	1.00	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00
Energy management	2.25	2.50	2.25	3.75	1.00	1.75
Fuel management and transportation	0.50	0.75	0.75	0.50	2.25	0.50
GHG emissions and air pollution	1.00	1.00	1.75	1.00	1.00	1.00
Waste management and effluents	3.00	3.00	2.50	2.25	1.25	0.75
Biodiversity impacts	1.00	0.75	1.00	1.25	1.00	1.00
Communications and engagement	1.00	1.00	0.75	1.00	0.50	1.25
Community development	0.50	0.75	0.75	1.75	1.25	0.50
Impact from facilities	0.50	1.00	1.00	4.00	1.25	1.00
Customer satisfaction	0.75	0.75	1.00	2.25	1.00	3.00
Customer health and safety	5.00	5.00	3.00	3.00	1.50	2.50
Disclosure and labeling	3.00	3.00	2.50	0.75	2.75	0.75
Marketing and ethical advertising	2.50	2.50	2.50	1.75	2.00	1.75
Access to services	4.25	4.50	2.50	3.00	3.00	3.00
Customer privacy	0.75	0.75	1.00	2.25	1.75	2.75
New markets	3.50	3.75	1.00	0.75	0.75	0.75
Diversity and equal opportunity	1.25	1.25	1.00	1.25	1.25	1.25
Training and development	3.00	2.75	2.00	2.50	1.50	2.00
Recruitment and retention	2.25	2.50	1.50	3.00	1.75	1.50
Compensation and benefits	1.75	1.75	1.50	1.25	1.25	1.00
Labor relations and union practices	1.75	1.75	1.75	1.25	1.75	1.25
Employee health, safety and wellness	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	1.50
Child and forced labor	0.50	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50
Long term viability of core business	0.75	0.75	0.75	0.50	0.75	3.50
Accounting for externalities	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	3.00
Research, development and innovation	5.00	5.00	4.75	1.00	0.75	0.75
Product societal value	2.75	3.00	3.00	3.00	0.50	2.50
Product life cycle use impact	3.75	3.75	4.50	0.75	2.25	0.75
Packaging	1.00	1.00	1.00	0.50	0.75	0.50
Product pricing	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Product quality and safety	5.00	5.00	3.00	5.00	3.00	2.25
Regulatory and legal challenges	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
Policies, standards, codes of conduct	2.50	2.50	2.25	1.00	1.75	1.00
Business ethics and competitive behavior	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00	2.00
Shareholder engagement	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	3.00
Board structure and independence	1.25	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25
Executive compensation	1.00	1.00	1.00	0.75	1.00	0.75
Lobbying and political contributions	0.50	0.75	0.75	1.25	1.00	0.75
Raw material demand	0.75	0.75	0.75	0.50	0.75	0.50
Supply chain standards and selection	2.50	2.25	2.25	0.75	0.75	1.00
Supply chain engagement & transparency	0.75	1.00	0.75	1.00	0.50	0.50

Fonte ed elaborazione: <http://sasb.s3-website-us-east-1.amazonaws.com>

Dalla tabella si evince, ad esempio, come la tematica di “ricerca, sviluppo e innovazione” sia fortemente “materiale” (con punteggi pari a 5 su 5) per attività quali la biotecnologia o la farmaceutica; di contro essa è del tutto irrilevante nell’attività di distribuzione o di *managed care*. Nel processo di costruzione della frontiera della performance le società operanti nelle citate attività dovranno quindi concentrarsi sullo sviluppo e sul potenziamento di tale argomento e potranno tralasciare, ad esempio, tematiche come il lavoro minorile o l’impatto delle materie prime (entrambe con punteggi inferiori ad 1).

La *Materiality Map* è uno strumento con un enorme potenziale che potrebbe essere sfruttato anche nelle diverse metodologie di definizione e misurazione viste nel capitolo precedente; si pensi ad esempio all’attività di *customisation* operata da Vigeo nell’identificazione della rilevanza dei diversi criteri per settore o, in alternativa, alla ponderazione per tipologia di business operata nel modello V.A.R.I.

La fase successiva concerne la misurazione degli effetti che un miglioramento della performance ESG, nelle tematiche precedentemente identificate, provoca su variabili finanziarie quali la riduzione dei costi, la crescita dei guadagni e il margine operativo.

L’obiettivo è quello di determinare il livello di correlazione tra i due ambiti, al fine di identificare le opportunità di miglioramento e il grado di innovazione necessario.

La difficoltà di tale *step* risiede preliminarmente, nell’aver valutazioni di sostenibilità, solitamente espresse mediante rating etico, affidabili; gli indicatori scelti per la creazione di esso e la metodologia di calcolo, sono pertanto ingredienti essenziali nella costruzione della frontiera della performance.

Successivamente è necessario quantificare le variazioni economiche-finanziarie che si vengono a creare a seguito di un incremento delle prestazioni ESG; a tal fine ci si avvale di analisi basate su scenari di *return on investment* e mediante stime o proiezioni future costruite utilizzando coppie di indicatori, rispettivamente uno per tipologia.

E’ un processo laborioso e, data la natura previsionale, non consente di giungere a risultati precisi, tuttavia consente di quantificare in maniera approssimativa l’effetto, positivo o negativo, delle diverse variazioni.

Si è quindi identificata la base della strategia di sostenibilità: il management è ora a conoscenza delle variabili ESG maggiormente influenti sulla propria azienda e delle

potenziali variazioni, in termini economici, di un impegno volto a migliorare quest'ultime.

E' quindi necessario realizzare un coerente e strutturato *business plan* che punti ad innovare ed ottimizzare i processi aziendali, che miri a realizzare nuove tipologie di prodotti e che metta in discussione il modello utilizzato. Gli autori sottolineano come solo un progetto articolato e comprensivo di vari aspetti possa determinare un cambiamento: sviluppare un singolo prodotto o modificare un processo in particolare potrebbe non provocare alcun cambiamento negli indicatori finanziari o perlomeno, il cambiamento non sarebbe tale da influenzare considerevolmente la frontiera della performance.

Un punto di partenza potrebbe essere rappresentato dalla comparazione dell'azienda con gli altri operatori del settore di business: se le prestazioni socio-ambientali sono infatti inferiori a quelle della media dei concorrenti è necessario adoperarsi per colmare il divario in quanto gli stakeholders sono soliti concentrare l'attenzione critica delle proprie campagne sui "ritardatari".

Al fine di fornire un quadro operativo si riporta uno degli esempi proposti dagli economisti nello studio citato:

Nel 2002 *Natura*, un'azienda di prodotti cosmetici brasiliana, ha avviato una profonda rivisitazione della *governance* aziendale e del processo produttivo. In particolare essa si è avvalsa di un bilancio integrato volto a "catturare" ed esprimere sia i risultati finanziari che gli aspetti socio-ambientali; tale scelta viene considerata come pionieristica in quanto ha anticipato la diffusione di tale strumento, avvenuta successivamente grazie al lavoro svolto da organizzazioni come *l'Integrated Reporting Council International (IIRC)*.

Questa decisione non deve essere considerata come un mero atto di "facciata" o di marketing in quanto la presenza di un documento di *reporting* simile non si limita a "comunicare" agli stakeholders le prestazioni ESG, ma pone i comportamenti di questo tipo all'attenzione di tutti i diversi portatori d'interesse.

L'azienda ha inoltre adottato un piano retributivo dirigenziale collegato ai risultati ottenuti negli obiettivi di responsabilità prefissati e ai risultati economici di fine esercizio.

Infine *Natura*, a partire dal 2002, ha intrapreso un piano volto a ridurre il consumo di acqua e le emissioni nell'atmosfera, utilizza materiali maggiormente sostenibili per i propri prodotti e per l'imballaggio, e ha avviato un programma di formazione che ha coinvolto circa 560.000 consulenti ad essa collegati.

Il risultato è, come illustrato nell'articolo, che dal 2002 al 2011 il fatturato dell'azienda è cresciuto del 463%, l'utile netto del 3,722% e la società ha avuto un margine lordo medio del 68%, rispetto alla media del settore del 40%. *Natura* è stata inoltre introdotta, nel 2011, tra le 10 aziende più innovative secondo la rivista *Forbes*.²³⁴

Il passaggio finale è rappresentato dalla comunicazione: l'azienda non può supporre che i propri azionisti e gli stakeholders abbiano compreso come il processo di innovazione abbia migliorato le prestazioni ESG, i risultati economici e di come tali dimensioni siano correlate; Eccles e Serafeim evidenziano come tale operazione non sia un atto ascrivibile alle sole pubbliche relazioni e di come esso non si riduca con la semplice pubblicazione di documenti o *brochure* sul sito della compagnia.

E' doveroso fornire degli elementi e informazioni che giustifichino tale scelta e che puntino a creare consenso. Anche sotto questo aspetto l'esempio di *Natura* è emblematico: essa ha realizzato un social network chiamato "*Natura Conecta*" volto a stimolare i propri clienti o stakeholders a interagire con la società. Nel solo primo anno, circa 8000 persone si sono registrate e hanno contribuito alla redazione del documento integrato.

Nonostante la definizione della strategia di sostenibilità sia chiara la sua implementazione si scontra con alcune difficoltà che gli autori riconducono a 4 categorie:

1. Ottica di breve periodo: dipendenti, manager e azionisti richiedono sovente risultati tangibili ed immediati;
2. Mancanza di competenze: innovare spesso necessita di conoscenze che non sono presenti in azienda e ciò determina un aumento dell'investimento da sostenere in quanto si dovrà ricorrere a nuovo personale o a consulenti esterni;

²³⁴ La classifica completa è raggiungibile all'indirizzo:
<http://www.forbes.com/special-features/innovative-companies.html>

3. *Capital-budgeting limitations*: gli investimenti sostenibili sono poco “attraenti” per le società che applicano alti tassi di sconto in quanto erodono il già ridotto margine di guadagno;
4. Pressione degli investitori: per ottenere buoni risultati è necessario che gli azionisti non si limitino ad accettare i processi di innovazione e di sostenibilità, ma che li condividano e supportino attivamente;

La costruzione di una buona frontiera della performance passa quindi da un profondo processo di innovazione dei prodotti, dei processi e dei modelli di business utilizzati e trova il suo fondamento in una solida istruttoria ESG che identifichi le dimensioni maggiormente materiali per l’azienda.

Un tentativo di costruzione di essa nello scenario italiano non darebbe, ad oggi, risultati degni di nota in quanto, come evidenziato da Colucci (2013), nonostante il 74% delle società quotate a Piazza Affari presenti un bilancio di sostenibilità e avvii programmi autonomi volti a migliorare le performance ESG, la spesa destinata alla Ricerca & Sviluppo si attesta al 1,3% del PIL, ben al di sotto della soglia del 3% fissata dall’Unione Europea.

L’Italia presenta quindi una situazione che viene definita come un “*miscuglio di tattiche di sostenibilità*” che, in mancanza di significativi cambi nelle politiche aziendali, renderebbe vana l’implementazione del modello esposto all’interno di questo paragrafo.

235

²³⁵ Colucci Pietro, (2013), *Il diritto/dovere della sostenibilità*, in “Harvard Business Review Italia, maggio 2013”, Strategiqs Edizioni, Milano – pag. 78-79 – I dati citati sono tratti da un report della società di revisione KPMG

Conclusioni

L'obiettivo prefissato all'inizio di questo lavoro era quello di indagare ed evidenziare l'importanza che la fase di "misurazione dell'eticità" ha all'interno delle decisioni di investimento.

La prima motivazione a sostegno della scelta dell'argomento è da ritrovare nel fatto che la quasi totalità delle compagnie presenti sul mercato odierno, dichiara di adoperarsi al fine di svolgere il proprio business in maniera "sostenibile" o "responsabile", ma solo un'esigua minoranza di esse fornisce dei dati a testimonianza di tale affermazione.

Nei panni di un investitore desideroso di impiegare il proprio denaro in compagnie di comprovata "eticità" ci troveremmo in una situazione di difficile valutazione in quanto non disporremo di strumenti o metodologie utilizzabili per confermare o confutare le dichiarazioni fatte da esse in merito alla sostenibilità del proprio agire e non saremmo nemmeno in grado di confrontare, e di conseguenza scegliere, tra investimenti alternativi.

E' in questo contesto che strumenti come il rating etico, gli indici di responsabilità sociale o le valutazioni ESG in generale, rivestono un ruolo fondamentale.

Come detto all'interno dello studio, il rating etico deve essere considerato un giudizio complementare rispetto al tradizionale indicatore economico-finanziario.

La sua emissione si basa sul ricorso all'attività di screening e alla fase di engagement e si sostanzia, successivamente, nell'attribuzione, mediante modelli quantitativi di calcolo, di un giudizio finale di facile ed immediata comprensione.

Il problema principale di questo iter è che, ad oggi, non esiste una procedura o una metodologia standard per l'assegnazione di questo particolare indicatore; le motivazioni sono varie, ma tuttavia riconducibili alla natura tipicamente qualitativa delle variabili considerate in un'istruttoria ESG (e quindi anche alle conseguenti difficoltà di misurazione di esse) e alla mancanza di un concetto univoco ed universalmente accettato di "etico" o "socialmente responsabile".

La conseguenza principale di questa situazione attiene all'inapplicabilità del rating etico in tutte le sue potenzialità: giudizi emessi mediante il ricorso a tecniche diverse non

sono infatti confrontabili e quindi non forniscono una risposta definitiva all'investitore chiamato a scegliere tra impieghi alternativi.

A soluzione di ciò si sono recentemente diffuse società e associazioni aventi lo scopo di giungere ad una metodica universale; questo ha tuttavia, in alcuni casi, aggravato la confusione presente nel settore in quanto, seppur con particolarità proprie e con ambiti parzialmente differenti, sono oggi diverse le società che si propongono come lo standard del settore (*GISR, GRI, Arista, Sasb, SAI...*).

La mancanza di un concetto univoco di eticità ha invece determinato un notevole aumento del ricorso all'approccio *norms-based*, ossia una selezione dell'investimento operata sulla conformità di quest'ultimo ai soli principi stabiliti dalle organizzazioni internazionali;²³⁶ la fase di esclusione settoriale tipica dello screening negativo rimane tuttavia ampiamente diffusa e volta principalmente a quelle attività ormai universalmente considerate "controverse" (si veda il capitolo 1 per le percentuali dei diversi settori).

Anche il ricorso ai principi sovranazionali non è tuttavia, nell'opinione di chi scrive, esente da criticità: in primis, l'estrema genericità di essi li rende facilmente perseguibili e applicabili dalla società, ma allo stesso tempo difficilmente controllabili e misurabili dalla platea degli investitori. Dire "integrare preoccupazioni ESG nell'analisi degli investimenti e dei processi decisionali"²³⁷ non significa sostanzialmente nulla se a tale prescrizione non vengono allegati dettagli sul "come" e "in che misura".

Secondariamente, l'universale accettazione di questi organismi sovranazionali e il fatto che essi siano sovente supportati da numerosi Stati comporta che principi come, tipicamente, quelli prescritti da associazioni umanitarie o attive nel campo dei diritti umani siano ormai assimilabili ai comportamenti previsti dalle diverse legislazioni nazionali; si è tuttavia detto, introducendo il concetto stesso di "sostenibilità", che essere responsabili significa andare "oltre" la normativa, non limitarsi al rispetto di essa.

Con riferimento invece ai modelli quantitativi utilizzati per giungere ad una valutazione finale, la difficoltà principale riscontrata nella redazione della Tesi attiene al fatto che le diverse agenzie di rating etico utilizzano metodologie proprietarie riservate.

²³⁶ L'incremento medio riscontrato nel mercato europeo tra il 2009 e il 2011 è pari a +54% - Eurosif, *Op. Cit.*, pag. 16

²³⁷ Primo principio degli aderenti ai "*Principles for Responsible Investment*"

La natura privatistica dei diversi valutatori e la mancanza di una tecnica standard, comporta che essi siano in qualche modo “in competizione” tra loro e che siano pertanto restii a fornire informazioni in merito al proprio processo di istruttoria.

Descrizioni delle diverse metodologie sono diffuse e facilmente reperibili, tuttavia esse non approfondiscono la fase propriamente di “misurazione” ma si limitano a fornire un’illustrazione qualitativa e abbastanza generica dei principi e della tecnica utilizzata.

Tornando all’esempio di Vigeo esposto nel capitolo 2, si è infatti analizzato il processo di istruttoria mediante l’ausilio di documenti societari disponibili pubblicamente e di contributi accademici, ma non è stato possibile approfondire la modalità con la quale viene attribuito operativamente lo *score* tra 0 e 100 delle sei diverse aree di valutazione, a causa della totale mancanza di informazioni in merito.

Nonostante tale passaggio possa sembrare un dettaglio, esso è invece l’elemento sul quale la valutazione si basa; nel capitolo 2 si è visto che le metodologie per giungere ad “un numero” sono diverse e di come anche gli approcci sottostanti siano disparati.

E’ possibile giungere ad un rating etico attraverso un approccio monetario che si avvale del concetto di costo opportunità oppure, in alternativa, attribuire un punteggio sulla base della presenza/assenza di determinate caratteristiche opportunamente rielaborate e ponderate.

Ogni metodologia ha tuttavia, come visto nello studio, dei limiti e la scelta di quale utilizzare deve pertanto essere fatta in considerazione delle diverse specificità.

Da ultimo si rileva la necessità di privilegiare tecniche “dinamiche” in quanto gli indicatori oggetto di misurazione variano a seconda del contesto storico e socio-culturale: se agli albori del settore le discriminanti principali erano attinenti al settore delle armi, al coinvolgimento in conflitti bellici (es. guerra del Vietnam) o a situazioni di discriminazione razziali (es. apartheid), oggi tematiche importanti sono le emissioni di CO₂, gli OGM, il cambiamento climatico, *fracking* (fratturazione idraulica) e il *landgrabbing* (acquisizione su larga scala di terreni agricoli).²³⁸ E’ pertanto necessario che il modello scelto sia in qualche modo “aggiornabile”, al fine di cogliere le richieste contingenti della platea di investitori.

Nonostante tutto ciò il rating etico rimane uno strumento ad altissimo potenziale, ormai indispensabile nelle scelte di investimento.

²³⁸ Di Turi in Dal Maso, Fiorentini, *Op.Cit.*, pag. 250

Gli esempi di *Lehman Brothers* e *British Petroleum*, le ricerche sui rendimenti conseguiti nell'epicentro della crisi finanziaria e le criticità relative alle agenzie di rating "tradizionali", hanno dimostrato come l'attuale crisi economico-finanziaria sia stata parzialmente favorita da un insieme di fattori ed elementi immateriali che un'istruttoria ESG sarebbe stata in grado di identificare.

E' in questa considerazione che si trova la seconda motivazione sulla scelta di redigere un lavoro che sulla fase di analisi e misurazione si concentra ed è su questa base che si sviluppano le ipotesi sugli scenari futuri.

L'Italia si colloca oggi in ritardo rispetto ai principali concorrenti europei per diffusione e sviluppo del mercato SRI; tra il 2009 e il 2011 il tasso di crescita di investimenti sostenibili è stato pari al +3,2%, contro un +144,8% dei Paesi Bassi, un +22,9% della Germania e un +40,2% registrato dal Regno Unito.²³⁹

Le ragioni sono da ritrovare in problematiche strutturali, scarsa educazione finanziaria e diffusa inconsapevolezza, negli operatori del settore, di potere fare business in maniera sostenibile senza sacrificare rendimenti e profitti.

"Etica" e "finanza" rimangono ancora per molti, concetti antitetici e chi ne parla viene sovente considerato come "*ingenuo idealista, (...) che bada poco al sodo e che ancora insegue dei sogni*".²⁴⁰

Questa situazione fornisce tuttavia ampie possibilità di crescita e di affermazione e la recente stipula della "*Carta dell'investimento sostenibile e responsabile della finanza italiana*", avvenuta nel giugno del 2012 da parte della Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (FeBAF), ABI, ANIA e Assogestioni mostrano una tendenza in tal senso.

L'Italia deve essere in grado di sviluppare una cultura del SRI propria, senza limitarsi ad importare modelli e strategie da altre realtà europee. Essa deve essere in grado di sfruttare elementi come il radicamento territoriale, il rapporto fiduciario tutt'ora fortemente radicato nei piccoli centri e la propensione al risparmio, al fine di diffondere, finalmente, l'idea che investire in maniera responsabile non è beneficenza o buonismo ma possibilità concreta.

²³⁹ Eurosif, *Op.Cit.*, pag. 14

²⁴⁰ Di Turi in Dal Maso, Fiorentini, *Op. Cit.*, pag. 248

Bibliografia

- Abbot F. Walter, Monsen R. Joseph, (1979), *On the measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported disclosures as a method of measuring Corporate Social Involvement*, in “Academy of Management Journal, vol.22 n.3/1979”
- Adamo Rosa, (2009), *La Finanza Etica - Principi strumenti e finalità*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane
- ADVANCE, (2006), *The ADVANCE guide to Sustainable Value Calculations*, disponibile all’indirizzo: <http://www.advance-project.org/>
- AIAF, (2002), *La comunicazione degli Intangibles e dell’Intellectual Capital - un modello di analisi*, in “Quaderno AIAF n. 106 dicembre 2001 / gennaio 2002”
- ANASF (2010), *Manuale per Promotori Finanziari e Addetti alla Vendita di Prodotti Finanziari - La finanza sostenibile e l’investimento responsabile*, Milano
- Assogestioni, (2003), *Guida alla classificazione dei prodotti di risparmio gestito di Assogestioni*
- Austin Rob, Hoffer J. Gittell, (2002) *When it should not work but does: anomalies of high performance*, in “Business Performance Measurement, Neely A”, Cambridge University Press, Cambridge
- Banca Etica, *Istruttoria per l’erogazione dei finanziamenti* (fornito dall’Istituto)
- Banca Etica, *L’analisi delle criticità e la definizione delle piste di lavoro* (fornito dall’Istituto)
- Banca Monte Paschi di Siena – Gruppo di lavoro “Corporate Social and Environmental Responsibility”, (2002), *I fondi socialmente responsabili. Stato dell’arte*, in “Studi e note di Economia – Quaderno n°8”, Nardini Editore, Firenze
- Barile Sergio, Calabrese Mario, Iandolo Francesca, (2013), *Sostenibilità e paradigmi service-based: possibilità e criticità per l’economia d’impresa*, in “Sviluppo & Organizzazione – Gennaio/Febbraio 2013”, Este, Milano
- Basso Antonella, Funari Stefania, (2010), *Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach*, in "Journal of the Operational Research Society n. 54", Palgrave Macmillan, Basingstoke
- Becchetti Leonardo, Fucito Luigi, (2000), *La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche*, in “Rivista di politica economica, vol. 90”, Roma 2000, Roma
- Bisogno Marco, Citro Francesca, (2007), *La Banca Etica: il modello VA.R.I.* , in “Economia Aziendale 2000 web – n. 2-3/2007”, Pavia University Press, Pavia

- Bono Simonetta, Savia Roberto, (2010), *Bp, disastro ambientale annunciato. Un caso di studio sulla gestione dei rischi*, in “Affari & Finanza – La Repubblica del 18/10/2010”
- Bontorin Mauro, (2013), *La corporate social responsibility: Strumenti e standard per la sua applicazione*, dissertazione di Laurea, Università Ca’ Foscari, Venezia
- Borsa Italiana, (2010), *Il caso Vigeo*, disponibile all’indirizzo:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/case-history/casehistory/vigeo-agenzie-rating-sociale-ambientale102.htm>
- Calcaterra Michele, Giorgieri Agnese, Perrini Francesco, (2002), *Strumenti e servizi innovativi per la finanza etica: il rating*, in “Economia & Management n° 2”, SDA Bocconi, Milano
- Calcaterra Michele, Perrini Francesco, (2002), *La costruzione degli indici etici in Italia e alcune prime evidenze empiriche sulla relazione tra corporate social responsibility e financial performance*, in Bracchi Giampio (a cura di), Masciandro Donato (a cura di), “La banca, le regole e l’etica. Stabilità, integrità e sostenibilità”, Edibank - Bancaria Editrice, Milano
- Calcaterra Michele, Sardi Paolo, (2005), *Una nuova dimensione finanziaria: investimenti socialmente responsabili*, in “Anteo n.22 / maggio 2005”
- Calcaterra Michele, (2009), *Il Rating ESG*, disponibile all’indirizzo:
<http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/rating-etico/primo-piano/rating-esg.htm>
- Cantele Silvia, (2006), *La stakeholder scorecard*, Giappichelli Editore, Torino
- Capello Federico, (2011), *Attori e strumenti nella sostenibilità d’impresa*, dissertazione di Laurea, Università degli Studi di Torino – Facoltà di Economia
- Cochran Philip, Wartick Steven, (1985), *The evolution of corporate social performance model*, in “Academy of Management Review, n.10”
- Colucci Pietro, (2013), *Il diritto/dovere della sostenibilità*, in “Harvard Business Review Italia, maggio 2013”, Strategiqs Edizioni, Milano
- Commissione della Comunità Europea, (2001), *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles
- Cowton J. Christopher, Sparkes Russell, (2004), *The Maturing Of Socially Responsible Investment: A Review Of The Developing Link With Corporate Social Responsibility*, in “Journal of Business Ethics, vol.52 n.1”
- Crivellaro Michele, Scalco Federica, Vecchiato Giampietro, (2012), *Sostenibilità e rischio greenwashing*, libreriauniversitaria.it Editore, Padova

- Dal Maso Davide (a cura di), Fiorentini Giorgio (a cura di), (2013), *Creare valore a lungo termine: conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile*, Egea, Milano
- Dell'Atti Antonio, Intonti Marianonietta, Iannuzzi Antonella, (2010), *Azionariato Attivo e soft engagement nei fondi SRI europei: un'analisi empirica*, in "Banche e Banchieri n. 6/2010"
- Derwall Jeroen, Koedijk Kees, Horst Jenke Ter, (2010), *A Tale of Values-Driven and Profit-Seeking Social Investors*, in "Journal of Banking & Finance - Volume 35, Issue 8", Elsevier, Amsterdam
- Di Giandomenico Marco Eugenio, (2008), *Il bilancio sociale e il modulo aziendale etico*, Giuffrè Editore, Milano
- Di Turi Andrea, (2010), *La finanza etica alla riscossa. Boom con la crisi*, in "Avvenire" del 04/09/2010
- Di Turi Andrea, (2010), *Indici etici, il "benchmark" della finanza etica*, disponibile all'indirizzo: <http://www.abcrisparmio.it/guide/investimento-sicuro/indici-etici-benchmark-finanza-etica>
- Di Turi Andrea, (2011), *Finanza etica: antidoto alla crisi?*, disponibile all'indirizzo: <http://www.abcrisparmio.it/guide/investimento-sicuro/finanza-etica-antidoto-alla-crisi>
- Famiglia Cristiana, (2012), *Un'altra finanza è possibile*, disponibile all'indirizzo: <http://www.famigliacristiana.it/articolo/un-altra-finanza-e-possibile.aspx>
- Eccles G. Robert, Serafeim George, (2013), *The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy*, in "Harvard Business Review, May 1, 2013"
- Eurosif, (2012), *European SRI Study 2012*, Bruxelles
- Fenchel Marcus, Koellner Thomas, Scholz Roland, Weber Olaf, (2005), *Principles for Sustainability Rating of Investment Funds*, Business Strategy and the Environment, Wiley InterScience
- Figge Frank, Hahn Tobias, (2005), *The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies*, in "Journal of Industrial Ecology, 9(4)"
- Fratini Marco, Gasparri Giorgio, (2012), *Testo unico della Finanza*, Utet Giuridica, Milano
- Frederick C. William, (1994), *From CSR to CSR*, in "Business & Society, vol. 33"
- Freeman Robert Edward, (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman publishing, Boston
- Friedman Milton, (1970), *The social responsibility of business is to increase profits*, in "The New York Times Magazines, Settembre/13"

- Funari Stefania, (2012), *I “vincitori” in etica: valutazione multicriteriale di fondi socialmente responsabili*, in “Note di ricerca n. 3/2011”, Dipartimento di Management, Università Ca' Foscari, Venezia
- Gavazzoli Schettini Jacopo (a cura di), Gavazzoli Schettini Lorenzo (a cura di), (2002), *Etica, futuro e finanza : l'esperienza dell'Agenzia europea di investimenti nella definizione di finanza etica e nella sua concreta applicazione*, Il Sole 24 Ore, Milano
- Gazzola Patrizia, (2006), *CSR e reputazione nella creazione di valore sostenibile*, in “Economia Aziendale 2000 web, n.2/2006”, Pavia University Press, Pavia
- Graci Giovanni, Russo Angeloantonio, (2011), *I fondi etici e l'efficacia delle strategie di screening*, disponibile all'indirizzo: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/finanza-etica/csr/primo-piano/fondi-etici-efficacia-delle-strategie-di-screening306.htm>
- Haigh Matthew, Hazelton James, (2004), *Financial markets: a tool for social responsibility?*, in “Journal of Business Ethics – vol. 52 n.1”
- Herzel Stefano, Nicolosi Marco, Starica Catalin, (2010), *The cost of sustainability in optimal portfolio decisions*, SIRP Working Paper 10-15
- Hirschman O. Albert , (1970), *Exit Voice and Loyalty*, Harvard University Press, Harvard
- Hudson Richard, Wehrell Roger, (2004), *Socially responsible investors and the micro entrepreneur* , in “Journal of Business Ethics, 60(3)”
- Human Rights Council, (2011), *Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations “Protect, Respect and Remedy” Framework*
- Iannuzzi Antonella, Intonti Marianonietta, (2010), *Analisi qualitativa e modalità di pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia*, Dipartimento di Studi Aziendali e Giusprivatistici, Facoltà di Economia - Università di Bari, Bari
- Iannuzzi Antonella, Intonti Marianonietta, (2010), *Grado di eticità e pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia*, in “Forum Bancaria n. 4/2010”, Roma
- ILO, (2005), *L'ILO: Cos'è e cosa fa*
- Jeucken Marcel, (2001), *Sustainable Finance and Banking. The Financial Sector and the Future of the Planet*, Earthscan, Londra
- Lazzari Valter, (2003), *Modelli organizzativi e operativi delle sgr speculative italiane*, in “LIUC Papers n. 129 - Financial markets and corporate governance, 3”, Libero Istituto Universitario Carlo Cattaneo, Castellanza
- Longo Morya, (2012), *Agenzie di rating e azionisti: il grande conflitto di chi deve valutare*, in “Il Sole 24 Ore” del 17/01/2012, disponibile all'indirizzo:

- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-16/agenzie-azionisti-grande-conflitto-225651.shtml?uuiid=AaU0CxeE>
- Ludovico Marco, (2012), *Alle imprese il «rating della legalità*, in “*Il Sole 24 Ore*” del 16/10/2012, disponibile all’indirizzo: <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2012-11-16/alle-imprese-rating-legalita-064446.shtml?uuiid=AbYIPN3G>
 - Manzo Carlo, Ronzoni Dario, (2011), *Da Parmalat a Lehman, quando l’agenzia di rating sbaglia tutto*, disponibile all’indirizzo: <http://www.linkiesta.it/agenzie-rating>
 - McLaren Duncan, (2002), *Corporate Engagement by ‘Socially Responsible’ Investors: a practical paradigm for stakeholder governance?*, in “The changing Role of Business in Society: Shortlisted Essays from the Ashridge MBA Annual Essay Award 2001/2002”, ACCA report
 - Minnetti Francesco, (2004), *L’introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell’offerta di prodotti finanziaria da parte delle imprese bancarie italiane*, in “Studi e note di economia 2/2004”, Monte dei Paschi di Siena, Nardini Editore, Firenze
 - Monti Mara, (2010), *Wall Street riscopre l’investimento sostenibile*, in “Il Sole 24 Ore” del 26/03/2010
 - O’Rourke Anastasia, (2003), *A New Politics of Engagement: Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility*, in “Business Strategy and Environment, 12”
 - Osservatorio Finanza Etica, (2008), *Fallimento Lehman? Il “reverendo” l’aveva previsto*, disponibile all’indirizzo: <http://www.osservatoriofinanzaetica.it/ofe/gp-fondi-etici-lehman.asp>
 - Parthiban David, Bloom Matt, Hillman Amy, (2007), *Investor activism, managerial responsiveness and corporate social performance*, in “Strategic Managerial Journal n.28”
 - Portes Richard, (2008), *Ratings agency reform*, disponibile all’indirizzo: <http://www.voxeu.org/article/ratings-agency-reform>
 - Regalli Massimo, Soana Maria Gaia, Tagliavini Giulio, (2005), *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in “Etica e Finanza”, a cura di Signori Silvana, Rusconi Gianfranco e Dorigatti Michele, Franco Angeli, Milano
 - Signori Silvana, (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffrè Editore, Milano
 - Soana Maria Gaia, (2010), *La creazione di valore per gli stakeholder*, Università degli Studi di Parma, Parma
 - SRI Research, *Metodologia di valutazione SRI Emittenti corporate*

- Tomasi Filippo, (2011), *La finanza e il rating etico: il caso AEI Standard Ethics*, dissertazione di Laurea, Università Commerciale “Luigi Bocconi”, Milano
- Tomo Marco, Utica Gianni, (2011), *Metodi di valutazione della sostenibilità dei progetti*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna
- Veronese Luca, (2008), *Europa e Wall Street, bruciati 825 miliardi \$*, in “Il Sole 24 Ore” del 16/09/2008, disponibile all’indirizzo:
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/09/europa-wall-street-miliardi.shtml?uuid=8829f8c8-83b6-11dd-9b5f-5e35718ae62d&DocRulesView=Libero>
- Versace Federico, (2004), *Il Rating etico*, disponibile all’indirizzo:
<http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/251-il-rating-etico.html>
- Vigeo, (2012), *Green, Social and Ethical Funds in Europe - 2012*
- White L. Allen, (2012), *Redefining Value: The Future of Corporate Sustainability Ratings*, in “Private Sector Opinion - A Global Corporate Governance Forum Publication, n° 29”, International Finance Corporation, Washington
- Wisebroad M. Jonathan, (2007), *How to make responsible investment appealing*, in “Finance & the Common Good/Bien Commun - n° 27 - II/2007”, Observatoire de la Finance, De Boeck, Bruxelles
- Wood J. Donna,(1991), *Corporate social performance revisited*, in “Academy of Management Review, n. 16”

Siti web di riferimento

- www.abi.it
- www.abcrisparmio.it
- www.advance-project.org
- www.assogestioni.it
- www.bancaetica.it
- www.barclays.it
- www.borsaitaliana.it
- www.business-humanrights.org
- www.consob.it

- ec.europa.eu
- www.eiris.org
- www.eticanews.it
- www.eurosif.org
- www.famgliacristiana.it
- www.finanzasostenibile.it
- www.frenchsif.org
- www.forbes.com
- www.globalproject.info
- www.huffingtonpost.com
- www.ilo.org
- www.ilsole24ore.com
- www.irtop.com
- www.issgovernance.com
- www.linkiesta.it
- www.osservatoriofinanzaetica.it
- www.pioneerinvestments.it
- www.prometeiaadvisor.it
- purpose.edelman.com
- ratesustainability.org
- www.rsineews.it
- www.sa-intl.org
- www.sasb.org
- www.sirp.se
- www.standardethics.eu
- www.sustainability-indices.com
- www.sustainablevalue.com
- www.thesullivanfoundation.org
- www.unpri.org
- www.vigeo.com
- www.vita.it
- www.voxeu.org

Ringraziamenti

Un ringraziamento di cuore alla Professoressa Locatelli per avermi supportato e “sopportato” nel corso della redazione di questo lavoro; la disponibilità e l’estrema professionalità con la quale ha minuziosamente corretto e contribuito a queste pagine non può che confermarmi di aver fatto la scelta giusta affidandomi a Lei.

Un enorme ringraziamento alla dirigente della Società di Gestione del Risparmio oggetto del terzo capitolo; mi sarebbe piaciuto citarla per esteso ma la richiesta di non rendere riconoscibile la compagnia me lo impedisce. Sono rimasto molto colpito dalle Sue diverse telefonate, successive ai nostri incontri, con cui voleva semplicemente sincerarsi del buon proseguimento dei lavori.

Grazie alla dott.ssa Laura Callegaro dell’Ufficio Relazioni Culturali e RSI di Banca Etica per avermi fornito del materiale aggiuntivo sul modello VA.R.I.

Grazie al dott. Aldo Bonati della società ECPI per le “dritte” bibliografiche fornitemi.

Grazie a Marco, Fabio, Davide e i due Andrea per aver aiutato una povera “pecorella smarrita” proveniente da Scienze Politiche ad ambientarsi nella nuova Facoltà. Se in questi due anni di Magistrale tutto è andato per il meglio è anche merito vostro.

Grazie alla mia famiglia per avermi consentito di essere qui a scrivere queste pagine. Non tutti i genitori, purtroppo, capiscono l’importanza dell’Università e dello studio; voi fortunatamente non siete tra questi e mi avete sempre stimolato pur lasciandomi libero di compiere le mie scelte in autonomia. Non sarà facile ripagare l’opportunità concessami ma farò in modo che ciò avvenga.

...e infine grazie a Te, che da quasi dieci anni sei fidanzata paziente, amica fidata e confidente discreta. Mi hai accompagnato nel corso dei miei Studi (e non solo) motivandomi, consigliandomi e sgridandomi di tanto in tanto... Senza di Te avrei commesso molti più errori in questi anni agendo impulsivamente e non avrei avuto la tranquillità che mi ha consentito di raggiungere, con successo, questo ed altri obiettivi.