


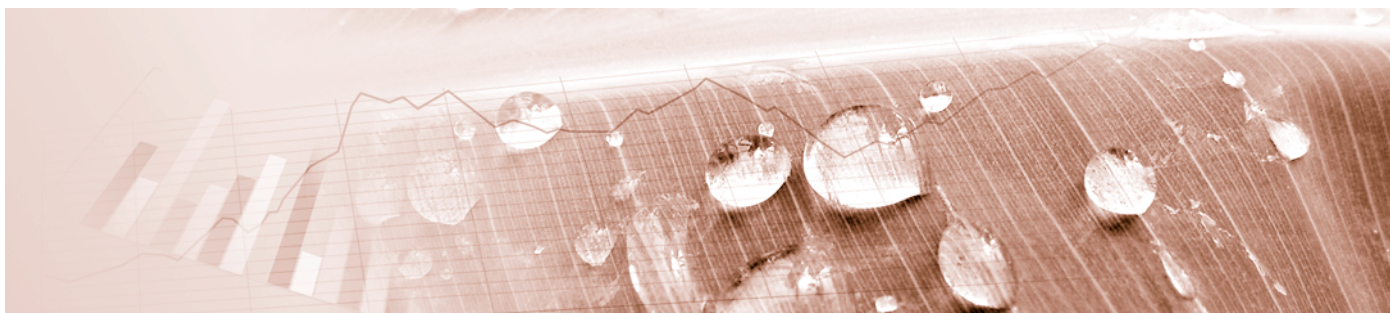
# Indice



<b>Premessa</b>	<b>5</b>
<b>Guida alla lettura</b>	<b>7</b>
<b>PARTE I: Introduzione al <i>socially responsible investment</i> (SRI)</b>	<b>9</b>
1. <i>Socially responsible investment</i> : nascita e significato	10
2. <i>Screening</i> negativo e positivo	12
3. <i>Engagement</i>	14
4. <i>Community investment</i>	17
5. <i>Social venture capital</i>	18
6. Soggetti attivi nell'SRI	18
7. SRI in Italia e in Europa	20
8. Aspetti giuridici	23
<b>PARTE II: Il <i>socially responsible investment</i>, perché</b>	<b>27</b>
1. Approfondimento sul concetto di finanza "etica" e "socialmente responsabile"	28
2. Doveri fiduciari	29
3. <i>Business case</i>	31
<b>PARTE III: Il processo di investimento di un FP</b>	<b>37</b>
1. Il processo di investimento per Fondi Pensione, una visione d'insieme	38
2. Condivisione con i propri <i>stakeholder</i>	38
3. Definizione dell'approccio: SRI sulla totalità o su una porzione del portafoglio	39
4. Scelta della "filosofia di fondo"	39
5. Scelta del livello di personalizzazione della gestione SRI	41
6. Individuazione dei criteri	45
7. Scelta del gestore	45
8. Controllo dell'attività del gestore	48
9. Comunicazione e trasparenza verso gli <i>stakeholders</i>	49
<b>Bibliografia</b>	<b>51</b>
<b>Glossario</b>	<b>55</b>
<b>Allegati</b>	<b>59</b>
A.1 Gli indici SR sul mercato	59



# Premessa



## SEGNI DI CAMBIAMENTO

Sono numerosi e diversi gli elementi che hanno sollecitato l'attenzione degli operatori del settore della previdenza attorno ai temi della responsabilità sociale. Innanzitutto, il *policy maker* europeo e i legislatori di vari paesi dell'Unione (Gran Bretagna, Francia, Germania, Belgio) hanno introdotto nei rispettivi ordinamenti delle previsioni che in misura più o meno diretta favoriscono lo sviluppo di politiche di investimento socialmente responsabile. In particolare, la Commissione Europea libro verde "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese" (COM(2001) 366 def) *"invita i fondi pensione ... ad indicare se e in che termini essi tengano conto di fattori sociali, ambientali ed etici nelle loro scelte d'investimento."*

Questa indicazione è stata fatta propria anche dal Governo e dal Parlamento italiano che, raccogliendo una proposta di emendamento formulata dal Forum per la Finanza Sostenibile al disegno di legge delega di riforma del sistema pensionistico, hanno previsto in capo a tutte le forme pensionistiche complementari un obbligo di rendicontazione sui criteri sociali, ambientali ed etici utilizzati nelle politiche di investimento e di esercizio dei diritti di voto (art.1, comma 2, lettera I della L. 23/8/2004, n. 243).

Ma, in un'ottica più complessiva, è dalla società nel suo insieme che arriva una domanda di maggiore responsabilità sociale, che si esprime nei confronti delle imprese così come delle istituzioni finanziarie. Se è vero, come è vero, che la sostenibilità di un sistema dipende dal suo modello di vita e di consumo, non c'è ambito della vita economica che non debba contribuire a minimizzare gli impatti negativi sugli equilibri sociali e ambientali.

Peraltro, la scelta di una volontaria assunzione di responsabilità sociale – in qualsivoglia ambito la si pratichi – non necessariamente porta a perdite sul conto economico. Anzi, come l'evidenza empirica tende a dimostrare, esiste spesso una correlazione positiva tra la buona gestione di variabili ambientali e sociali, il consolidamento di un capitale di fiducia da parte degli

di un'organizzazione e la creazione di valore.

### **METODO DI LAVORO**

Nonostante il tema della responsabilità sociale in ambito finanziario sia stato da tempo affrontato e studiato, si tratta pur sempre di un ambito difficile da trattare: per gli entusiasti, è facile cedere alla tentazione di derive ideologiche; per gli scettici, altrettanto facile affidarsi ai luoghi comuni e al rassicurante conservatorismo. Per questo motivo, abbiamo scelto di affrontarlo in modo non autoreferenziale, bensì attivando un tavolo di lavoro aperto alla partecipazione di amministratori di fondi pensione, gestori, rappresentanti delle fonti istitutive, regolatori, consulenti, operatori specializzati ed esperti accademici. Per circa otto mesi, oltre venti persone addette ai lavori hanno contribuito, in misura diversa, ad uno sforzo collettivo, partecipando a riunioni, esprimendo pareri, rivedendo bozze. A tutti loro va il nostro ringraziamento più sentito, perché la condivisione che abbiamo raggiunto è stata una sintesi intelligente di punti di vista a volte diversi, ma che ha sempre ricercato il massimo risultato possibile in termine di costruzione di bene comune.

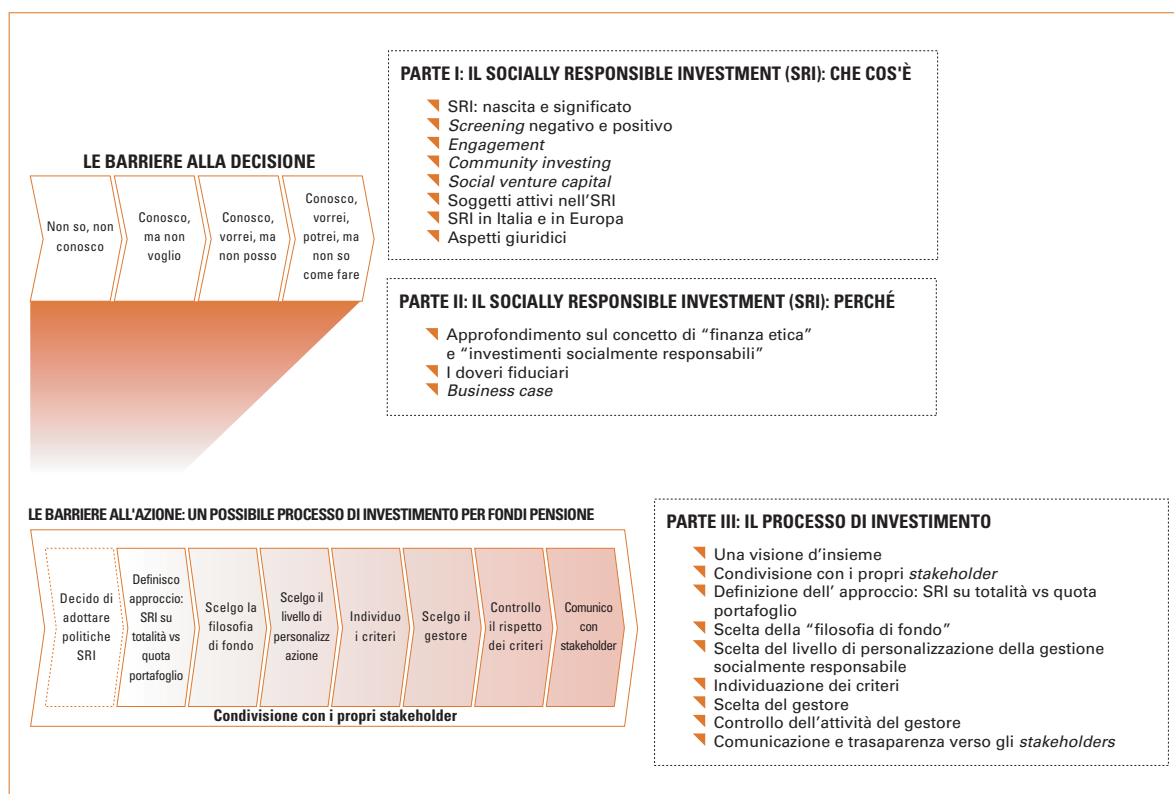
*Davide Dal Maso e Cristina Bedini*

# Guida alla lettura

Questo documento cerca di coniugare due esigenze distinte ma complementari: da un lato, quella di disegnare un inquadramento teorico coerente e completo; dall'altro, quella di fornire risposte concrete e convincenti ai principali problemi concreti che gli operatori potrebbero trovarsi ad affrontare. Quindi, il risultato è qualcosa a metà tra un testo di informazione generale e un manuale per practitioner. Allo scopo di valorizzare questa natura ibrida, si è cercato di articolare i contenuti in modo che ogni sezione sia fruibile singolarmente; ad esempio, coloro che padroneggiano già i temi affrontati nella Parte I, che tratta di che cosa sia l'investimento socialmente responsabile, possono direttamente concentrarsi sulla Parte III dedicata alle modalità per gestire un possibile percorso per l'introduzione di elementi di responsabilità sociale nelle politiche di investimento possibile di un FP.

Il testo contiene numerosi inglesismi. Non è per esterofilia: l'esperienza dell'investimento socialmente responsabile è nata, perlomeno nelle forme in cui lo consideriamo oggi, nei paesi anglosassoni e qui si è sviluppato un vocabolario che ormai è diventato internazionalmente accettato e utilizzato. Talvolta, addirittura, la traduzione rischierebbe di snaturare il significato di un'espressione e del concetto che esprime. A ogni buon conto, chi non è familiare con l'inglese potrà trovare supporto nel Glossario.

Nei prossimi mesi, il Forum per la Finanza Sostenibile attiverà un sito web dedicato agli investitori istituzionali interessati agli investimenti socialmente responsabili. Idealmente, il sito rappresenta il completamento di questo documento. Lì, oltre ai contenuti riportati anche in questo documento, si potranno trovare ulteriori informazioni e riferimenti che, per esigenza di sintesi, non è sembrato opportuno riportare interamente in questo rapporto. Inoltre, sul sito sarà possibile accedere ad aggiornamenti e notizie fresche, utili a chi si occupa di questi argomenti. Il progetto di sviluppo del sito prevede anche un'area interattiva, attraverso la quale gli operatori e gli interessati possano scambiarsi esperienze ed opinioni ed, eventualmente, ottenere risposte a quesiti specifici.





# Parte I: Introduzione al *socially responsible investment* (SRI)

I paragrafi che seguono intendono proporre una panoramica generale sul fenomeno dell'investimento socialmente responsabile, trattando brevemente delle origini, dell'evoluzione e delle forme diverse che può oggi assumere.

GUIDA ALLA LETTURA

**LE BARRIERE ALLA DECISIONE**

Non so, non conosco	Conosco, ma non voglio	Conosco, vorrei, ma non posso	Conosco, vorrei, potrei, ma non so come fare
---------------------	------------------------	-------------------------------	--

**PARTE I: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): CHE COS'È**

- ▶ SRI: nascita e significato
- ▶ *Screening* negativo e positivo
- ▶ *Engagement*
- ▶ *Community investing*
- ▶ *Social venture capital*
- ▶ Soggetti attivi nell'SRI
- ▶ SRI in Italia e in Europa
- ▶ Aspetti giuridici

**PARTE II: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): PERCHÉ**

- ▶ Approfondimento sul concetto di "finanza etica" e "investimenti socialmente responsabili"
- ▶ I doveri fiduciari
- ▶ *Business case*

**LE BARRIERE ALL'AZIONE: UN POSSIBILE PROCESSO DI INVESTIMENTO PER FONDI PENSIONE**

Decido di adottare politiche SRI	Definisco approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio	Scelgo la filosofia di fondo	Scelgo il livello di personalizzazione	Individuo i criteri	Scelgo il gestore	Controllo il rispetto dei criteri	Comunico con stakeholder
----------------------------------	---	------------------------------	--	---------------------	-------------------	-----------------------------------	--------------------------

Condivisione con i propri stakeholder

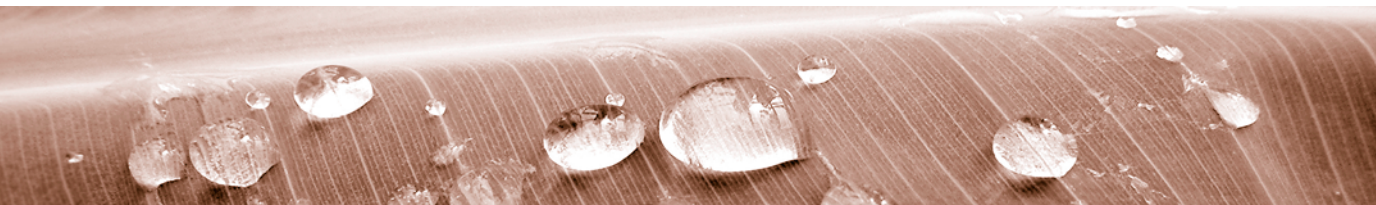
**PARTE III: IL PROCESSO DI INVESTIMENTO**

- ▶ Una visione d'insieme
- ▶ Condivisione con i propri *stakeholder*
- ▶ Definizione dell' approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio
- ▶ Scelta della "filosofia di fondo"
- ▶ Scelta del livello di personalizzazione della gestione socialmente responsabile
- ▶ Individuazione dei criteri
- ▶ Scelta del gestore
- ▶ Controllo dell'attività del gestore
- ▶ Comunicazione e trasparenza verso gli *stakeholders*

Futuro di Valore Fondi pensione socialmente responsabili

9

# Parte I: Introduzione al *socially responsible investment* (SRI)



## **1. SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT: NASCITA E SIGNIFICATO**

### **1.1 DEFINIZIONE DI SRI**

L'investimento socialmente responsabile (d'ora in avanti SRI, acronimo di *socially responsible investment*), è la pratica in base alla quale considerazioni di ordine ambientale e/o sociale integrano le valutazioni di carattere finanziario che vengono svolte nel momento delle scelte di acquisto o vendita di un titolo o nell'esercizio dei diritti collegati alla sua proprietà. L'SRI si esplica attraverso la selezione di titoli di società, perlopiù quotate, che soddisfano alcuni criteri di responsabilità sociale, cioè svolgono la propria attività secondo principi di trasparenza e di correttezza nei confronti dei propri *stakeholders* tra i quali, per esempio, i dipendenti, gli azionisti, i clienti ed i fornitori, le comunità in cui sono inserite e l'ambiente.

Investitori socialmente responsabili possono essere sia i singoli individui (che operano direttamente o attraverso la mediazione dei gestori), che le istituzioni: fondazioni, FP, enti religiosi, imprese o organizzazioni non-profit. Con questo approccio, è possibile contribuire allo sviluppo di un sistema economico più solido e sostenibile nell'aspettativa di rendimenti non necessariamente inferiori a quelli altrimenti conseguibili attraverso investimenti di tipo tradizionale. A questo proposito, l'attitudine di molti investitori e professionisti, è quello di considerare che il processo di analisi del livello di responsabilità sociale delle imprese da

includere in portafoglio, possa contribuire positivamente alla performance finanziaria, sia in termini di abbassamento dei picchi di rischio socioambientale, sia in termini di migliore valutazione degli *asset* intangibili delle imprese.

Alla luce di quanto detto sopra, la definizione di SRI sembrerebbe relativamente univoca. In realtà, si tratta di un concetto cui si fa riferimento per indicare un fenomeno variegato e non completamente coerente. Spesso viene usato il termine "finanza etica" come sinonimo, ma non è sempre detto che chi lo utilizza intenda la medesima cosa. L'aggettivo "etico" aggiunge un ulteriore elemento di equivocità, perché l'esistenza di una pluralità di etiche, spesso in contraddizione tra loro, rende impossibile stabilire quale sia il sistema ideale cui si fa riferimento. È difficile individuare un'etica comune anche all'interno di uno stesso sistema socio-culturale e tale difficoltà diventa tanto maggiore se si confrontano culture diverse. Certamente, il tema del rapporto tra etica e finanza non si esaurisce nell'SRI: al contrario, l'esercizio delle attività finanziarie solleva numerosi e complessi dilemmi etici – su cui non ci soffermeremo in questa sede. Per esempio, non accenneremo alla nobile e fondamentale esperienza delle banche italiane che, a partire dalla fine dell'alto medioevo e, soprattutto, durante il rinascimento, posero la questione dell'accesso al credito come elemento di giustizia sociale e di partecipazione civile.

Anche questa tradizione rappresenta una radice

dell'SRI, tuttavia, dal punto di vista della prassi applicativa, l'SRI per come viene praticato oggi è probabilmente più vicino all'approccio sperimentato dalle chiese riformate anglosassoni. Per cercare di comprendere la complessità che si nasconde dietro all'espressione "SRI", è perciò opportuno un breve *excursus* storico.

### 1.2 EVOLUZIONE DEL CONCETTO DI SRI

Le prime forme di SRI, paragonabili a quelle attuali, risalgono al XVII secolo, quando le aree più rigorose del protestantesimo cristiano, ed in particolare i quaccheri, rifiutavano di investire i propri risparmi in imprese che facessero uso di schiavi, sulla base di convinzioni di carattere religioso. Allo stesso tipo di motivazione era correlato il giudizio di disvalore applicato ai produttori di armi, di tabacco e di alcolici. Esperienze simili a quelle dei quaccheri sono state successivamente fatte da altri gruppi religiosi, come i battisti e i metodisti.

Fino alla fine degli anni '60 il fenomeno è rimasto confinato all'ambito dei movimenti religiosi. Quantitativamente, si trattava di somme molto limitate; sotto il profilo dell'approccio, i prodotti rimanevano legati al modello dell'esclusione sulla base di criteri

negativi.

L'evento che fa uscire l'SRI dal circoscritto universo dell'attivismo religioso arriva negli anni '60, quando i movimenti di protesta e di proposta in materia di diritti civili e di partecipazione democratica prendono piede in tutti i paesi industrializzati. Queste nuove aggregazioni sociali rappresentano non solo un fattore di spinta politica nei confronti dell'*establishment*, ma costituiscono anche un elemento di organizzazione della domanda di prodotti e di servizi diversi nel contesto del mercato. Il momento tipico di questo trend evolutivo si verifica in concomitanza con la campagna internazionale contro la pratica dell'*apartheid* in Sudafrica. Attorno alla metà degli anni '70 il reverendo Leon Sullivan, un prelado americano, riesce ad organizzare un ampio movimento di opinione e di organizzazione dell'azionariato di alcune grandi *corporations*. Elabora una serie di principi di comportamento, diventati noti col suo nome, in forza dei quali le imprese statunitensi operanti in Sudafrica avrebbero dovuto applicare ai lavoratori del luogo le stesse regole adottate per i dipendenti americani. Al lancio di questi principi seguirono vaste operazioni di boicottaggio finanziario e massicce forme di pressione sui manager e sui *board* delle multinazionali americane coinvolte più o meno

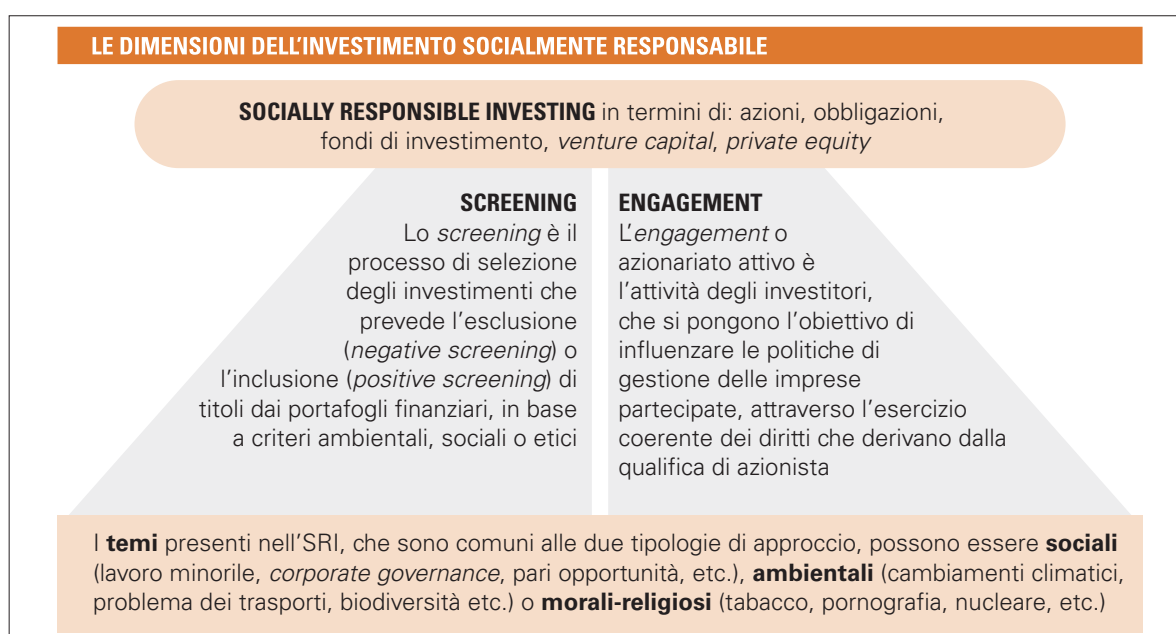


FIGURA 1

direttamente in pratiche di *apartheid*. Il movimento registrò alcune clamorose vittorie e l'approccio dell'azionariato attivo si consolidò come uno strumento di affermazione di diritti civili e politici.

L'esperienza del Sud Africa ha rappresentato, dal punto di vista della prassi applicativa, una "palestra" di grande utilità, nel senso che ha reso familiare ai gestori il concetto di *screening sociale* e ha affinato gli strumenti di indagine e di valutazione del livello di *corporate social responsibility* (CSR).

Successivamente, l'evoluzione del dibattito culturale ha arricchito la riflessione attorno all'uso degli investimenti come strumento di promozione e di protesta sociale e il set di criteri di selezione si è dilatato includendo nuovi elementi, soprattutto di tipo ambientale.

In conclusione, il quadro dell'SRI attuale è vario, (si veda la fig.1) articolato e offre la possibilità di "ritagliarsi su misura" la soluzione migliore.

## 2. SCREENING NEGATIVO E POSITIVO

Lo *screening* consiste nell'analisi del comportamento delle società incluse in un portafoglio di titoli secondo criteri ambientali o sociali. Conseguentemente all'attività di screening, un titolo può perciò essere ammesso o meno: si parla perciò di criteri di esclusione (*screening* negativo) quando ci si riferisce a condizioni o insiemi di condizioni in presenza delle quali non è possibile l'acquisto del titolo; oppure di criteri di inclusione positivi (*screening* positivo), quando le politiche e le prassi di responsabilità sociale delle imprese emittenti rappresentano esempi di buona pratica.

L'applicazione di criteri negativi di SRI può riguardare interi settori (per esempio, il chimico o il petrolifero, perché considerati *di per sé* non sostenibili) o singole, specifiche imprese (quelle, per esempio, che pur operando in un business non controverso, come l'alimen-

tare, praticano comportamenti criticabili, come l'utilizzo di organismi geneticamente modificati).

Ovviamente, questi criteri hanno l'obiettivo di valutare il soggetto emittente in quanto tale, indipendentemente dal fatto che il titolo acquistato dall'investitore sia un'azione o un'obbligazione.

In generale, sempre da un punto di vista metodologico, l'utilizzo dei criteri negativi è più semplice e implica una valutazione relativamente oggettiva. L'analisi che mira a verificare la presenza di un elenco di condizioni è un'operazione piuttosto rapida e si basa, tipicamente, sul raffronto tra un universo oggetto di potenziale investimento ed una *black list*. In verità, anche il criterio di esclusione apparentemente più scontato, come per esempio la produzione di armi, spesso determina dibattiti tutt'altro che banali: le armi sono strumenti di offesa, ma vengono usate anche per la legittima difesa (delle persone, delle comunità e degli Stati); è lecito, quindi, operare delle distinzioni anche all'interno del settore bellico a seconda dell'utilizzo delle armi? O ancora: mentre è evidente il grado di coinvolgimento in questo settore di un produttore di mitragliatrici, che dire di un'impresa informatica o di telecomunicazioni che fornisce prodotti o servizi indirettamente collegati all'utilizzo di sistemi missilistici? O che dire di un produttore di motori che, con qualche modifica, possono far funzionare sia un trattore per l'agricoltura che un carro armato? Fino a che punto è possibile estremizzare il concetto di "coinvolgimento" da parte di un'impresa in un'area di business controversa? È sensato cercare di comprendere, come normalmente si fa, la natura più o meno strategica della fornitura rispetto all'obiettivo militare (sulla base del presupposto che vendere parmigiano o munizioni ad un esercito comporti diversi livelli di responsabilità)?

Un altro esempio ricorrente è quello della produzione e commercializzazione di alcolici. Applicando in maniera rigorosa il criterio, dovrebbero essere escluse le compagnie aeree o i supermercati, che effettivamente distribuiscono alcolici, ma che nell'opinione

comune non vengono considerati dei propugnatori del vizio. Questa questione genera, perciò, un articolato dibattito sulle soglie di fatturato generate dall'attività controversa che determinerebbero l'accettabilità o meno di un titolo. Si tratta di questioni a volte apparentemente paradossali, ma mai del tutto oziose.

Al di là delle contraddizioni che sono state qui sommariamente toccate, il limite di un approccio basato esclusivamente su criteri negativi consiste nella scarsa incisività che se ne ricava in termini di promozione di una responsabilità sociale diffusa. La mera esclusione, cioè, preserva il senso di moralità dell'investitore, in una certa misura lo può anche tutelare da alcune forme di rischio finanziario, ma non lo rende attore attivo del cambiamento.

L'approccio cosiddetto *best in class* (basato sulla scelta di imprese che, all'interno del settore di appartenenza, si distinguono per l'elevato profilo – in questo caso ambientale o sociale) assume come dato di fatto che alcuni settori, per quanto ambientalmente o socialmente dannosi, esistono, sono necessari al sistema economico e non è sufficiente né utile ignorarli, bensì occorre premiare le imprese che, all'interno di ogni settore, si distinguono per le politiche e le prassi più avanzate.

Si consideri ad esempio il settore della produzione di energia elettrica: l'economia dei paesi industrializzati si basa sull'utilizzo di combustibili fossili. Dal punto di vista ambientale, si tratta indubbiamente di fonti ad altissimo impatto, che quindi dovrebbero essere escluse. Nondimeno, anche all'interno del settore *energy*, possono essere operati dei distinguo tra imprese che hanno avviato percorsi di ripensamento della propria strategia rispetto ad altre, focalizzate solo sul business tradizionale.

#### *Criteri generalmente presi in considerazione*

I criteri che sono comunemente presi in considerazione nell'attività di *screening* sono il frutto di valutazioni derivanti dalla sensibilità degli individui verso

diverse tematiche. In generale, è possibile identificare i criteri in funzione delle motivazioni che ne sono alla base.

Gli aspetti teoricamente rilevanti sono pressoché infiniti e in alcuni casi anche in contrasto tra loro, ma ciò deriva dal fatto che il concetto di responsabilità sociale d'impresa varia a seconda delle culture e, anche all'interno di uno stesso contesto culturale, è in continuo divenire in relazione alle contingenze del momento. Gli indicatori che ne esprimono il livello vengono individuati di volta in volta e continuamente ritoccati, in modo da riuscire effettivamente a tradurre in indicazioni fruibili il fenomeno di cui sono espressione.

Istanze di tipo morale possono portare ad escludere, per esempio, società che:

- producono alcool o tabacco,
- sono coinvolte in attività legate al gioco d'azzardo o alla pornografia,
- producono o commerciano armamenti,
- utilizzano ingegneria genetica,
- producono organismi geneticamente modificati,
- praticano test su animali per scopi non medici.

Motivazioni di carattere sociale possono portare ad escludere società che:

- violino norme di tutela dei diritti umani,
- non abbiano chiare regole di *corporate governance*,
- manchino di un codice etico che regola l'operato dell'impresa in paesi caratterizzati da regimi oppressivi o con scarsa protezione dei diritti umani.

Una sensibilità verso le problematiche ambientali può portare ad escludere settori di attività ad alto impatto ambientale come il settore petrolifero, chimico, automobilistico o nucleare.

Nello *screening* effettuato in base a criteri di prefe-

renza (screening positivo) le imprese vengono analizzate al fine di individuare quelle che si distinguono per l'alto livello di responsabilità sociale.

Criteri di inclusione si basano, in generale, sulla qualità dei rapporti che le imprese valutate intrattengono con i propri *stakeholders*:

- le comunità presso cui operano (donazioni, ascolto e coinvolgimento degli attori locali, relazioni con il territorio, ...);
- gli azionisti (*corporate governance*, programmi di *stock option*, conformità ai principali codici di condotta, separazione dei ruoli, diritti di voto e categoria delle azioni, ...);
- i clienti (qualità e sicurezza dei prodotti e dei servizi, ...);
- i dipendenti (salute e sicurezza sul lavoro, partecipazione e democrazia economica, flessibilità, formazione, ...);
- l'ambiente (comunicazione ambientale, politiche formalizzate per la protezione dell'ambiente, sistemi di gestione certificati, assegnazione delle responsabilità, conformità alla legge, selezione dei fornitori, prodotti ambientalmente efficienti, ...);
- i fornitori e i sub fornitori (procedure per la selezione e richieste di certificazione, rispetto dei diritti umani, civili e sindacali nei paesi in via di sviluppo...).

Questi sono chiaramente solo esempi, e altri indicatori della responsabilità sociale possono essere ricavati da approcci diversi. Ma, alla fine, lo spirito di un approccio positivo è quello di individuare le imprese che riescono a cogliere con maggior lungimiranza le sfide della sostenibilità e quindi, in linea di principio, a contribuire più efficacemente al perseguimento di un sistema economico più equo e compatibile con l'ambiente.

Una riflessione a parte merita l'analisi dei governi e

degli altri enti sub-governativi emittenti titoli di debito pubblico. Anche in questo caso si possono adottare set di criteri di esclusione o di inclusione. Tipicamente, si fa riferimento alla capacità dei Governi di valorizzare:

- il capitale umano (in questo caso, si avrà riguardo alle libertà politiche e civili, alla libertà di stampa e di opinione, al livello di corruzione della pubblica amministrazione, e così via);
- il capitale naturale (espresso da indicatori come l'efficienza energetica, le emissioni di inquinanti, la qualità dell'ecosistema, la biodiversità, eccetera);
- il capitale sociale (descritto attraverso l'analisi dei livelli di partecipazione civica, di equità, di istruzione, di salute, di occupazione o simili).

Va da sé che la costruzione della metodologia di *screening* in termini di tipologia (positivo o negativo) e di criteri (ambientali, sociali, etici), è del tutto modulabile sulle esigenze dell'investitore. In altre parole, l'investitore, nella gestione del proprio portafoglio finanziario, può scegliere di concentrarsi solo su un tipo di tematiche, ad esempio quelle legate alla tutela dell'ambiente o decidere di adottare un approccio integrato e includere criteri di tipo ambientale sociale e etico. Allo stesso modo, può decidere di incrociare questi stessi approcci con uno *screening* esclusivamente negativo, positivo o con entrambi.

### 3. ENGAGEMENT

L'*engagement* è una strategia che mira ad utilizzare la leva dell'investimento finanziario con lo scopo di dare un orientamento in materia di responsabilità ambientale e sociale alle politiche e alle procedure di imprese partecipate. L'attività di pressione e coinvolgimento di una società può essere sviluppata secondo differenti approcci, più o meno radicali (si parla, conseguentemente di *soft* o di *hard engagement*):

- comunicazione delle politiche: è la semplice comunicazione alla società della politica di investi-

mento dell'investitore e delle implicazioni a livello di scelta di allocazione delle risorse;

- contatto diretto con il management: si attua attraverso incontri periodici con i rappresentanti della direzione delle imprese partecipate. Gli investitori possono presentare le loro istanze in ordine al miglioramento delle politiche e delle prassi aziendali;
- supporto: si esplicita attraverso pareri o suggerimenti sui temi inerenti alla responsabilità sociale d'impresa (RSI) o ad essa collegati;
- esercizio dei diritti connessi alla proprietà dei titoli: si esplica, attraverso la partecipazione attiva alle assemblee degli azionisti e la presentazione di mozioni o risoluzioni, con l'esercizio del diritto di voto su tutte le questioni per cui è previsto.

In italiano l'espressione *engagement* viene spesso tradotta con "azionariato attivo", che però corrisponde allo *shareholder activism*, che costituisce solo una delle modalità di relazione con l'impresa partecipata.

L'analisi di alcune esperienze intraprese da investitori istituzionali a livello internazionale evidenzia che la strada generalmente percorsa è quella che mira al coinvolgimento dell'impresa su problematiche più o meno specifiche, attraverso la programmazione di incontri periodici o saltuari con il management delle società. L'osservazione delle strategie di azione implementate peraltro segnala che gli investitori istituzionali tendono a coinvolgere anche l'opinione pubblica, laddove le problematiche oggetto di intervento siano ritenute così rischiose da rendere urgente un'azione immediata. Simili modalità operative richiedono chiaramente un impegno significativo ed oneroso, non solo nei termini dell'esercizio di una pressione più continua ed incalzante, ma anche in quelli della "messa a punto" di un sistema di monitoraggio degli interventi attuati dall'impresa, al fine di ridurre significativamente i rischi conseguenti all'adozione di un codice di condotta non SR.

Il volume delle risorse finanziarie gestite da un investitore istituzionale può rappresentare una variabile significativa per l'implementazione di politiche di *engagement*, in particolare per quegli interventi che si concretizzano attivamente nell'esercizio del diritto di voto; tanto maggiore tale volume, tanto più alta la probabilità che l'azione possa essere considerata e andare a buon fine. In verità, esistono investitori che, pur avendo un peso modesto in termini di azionariato, suppliscono a questa debolezza attraverso campagne di comunicazione più esplicite; in questo caso, l'iniziativa di azionariato attivo si qualifica più per il valore simbolico che esprime piuttosto che per la reale intenzione di incidere sulle politiche dell'impresa oggetto di attenzione. Tuttavia, questo stile militante mal si adatta alle caratteristiche dei grandi investitori, i quali tendono normalmente a mantenere un profilo, per l'appunto, istituzionale per tutte le loro azioni. L'handicap dello scarso peso relativo di un singolo investitore viene nella prassi affrontato attraverso forme di collaborazione tra soggetti omologhi con interessi convergenti; si tratta di "cordate" di investitori (che spesso crescono per successive aggregazioni) che si consorziano per mettere a fattor comune esperienze di ricerca e di analisi e per acquistare un peso maggiore nella negoziazione con l'impresa. Iniziative di questa natura (i casi più clamorosi hanno riguardato imprese accusate di violare i diritti umani nel sud-est asiatico) sono spesso motivo di grande visibilità e quindi rafforzano il movimento nel suo complesso. La strutturazione di queste cordate consente anche di minimizzare i costi legati alla ricerca e alla messa a punto del posizionamento comune su cui si chiede il confronto con l'impresa.

L'attività di *engagement*, infatti, non può essere intrapresa senza avere precedentemente studiato e programmato in dettaglio la strategia da attuare. Devono essere individuate chiaramente le problematiche rispetto alle quali si mira a coinvolgere le imprese e focalizzate le implicazioni delle diverse opzioni possibili. Un intervento mal strutturato non potrà infatti avere la stessa efficacia di un intervento sistematico

**ENGAGEMENT: F&C**

F&C Asset Management è il quarto più grande *asset manager* quotato al London Stock Exchange, con £ 120 bln di *asset under management* al 30 ottobre 2004. F&C rappresenta un esempio di *best practice* nell'azionariato attivo a livello globale. Si legge sulla loro documentazione ufficiale, visibile sul loro sito web:

“In F&C, essere un azionista attivo significa creare un dialogo costruttivo con le aziende per capire e discutere come possono gestire al meglio l'impatto sociale e ambientale del loro business, esplorare il business case dei relativi scenari ed esercitare in modo pieno e responsabile i nostri diritti di voto. Crediamo che con un atteggiamento di questo tipo si possa migliorare la gestione di rischi socio-ambientali delle aziende e quindi proteggere il valore del nostro patrimonio azionario”

In F&C, l'*engagement* con le aziende si avvale di una piattaforma chiamata reo® (*Responsible Engagement Overlay*). L'obiettivo di reo® è di incoraggiare le aziende a migliorare la loro performance economico-finanziaria concentrandosi sugli standard di *corporate governance* e sulla gestione degli impatti socio ambientali del business. Questa piattaforma viene applicata a tutti i portafogli azionari in gestione a F&C così come ai portafogli di clienti esterni gestiti da terze parti. Le aziende così individuate vengono analizzate per evidenziare le questioni più critiche in relazione a tematiche di *corporate governance*, sociali e ambientali. In seguito viene definita una scala di priorità per l'inclusione in uno dei programmi tematici relativi all'*engagement*, (es.: politiche di remunerazione dei dirigenti, cambiamenti climatici, corruzione), oppure si può optare per una relazione *one-to-one*. Ogni anno, a seguito di una consultazione con i gestori interni, esperti esterni e clienti, definiamo una scala di priorità relativamente a tematiche di *corporate governance*, sociali e ambientali sulle quali desideriamo fare *engagement* con le aziende. Attualmente stiamo seguendo queste tematiche:

**Governance Corporate**

- Trasparenza e performance
- Truffa e corruzione

**Biodiversità ambientale**

- Gestione ambientale e cambiamenti climatici

**Diritti umani**

- *Labour Standards*

Oltre alle attività appena menzionate, che sono pianificate su un orizzonte temporale di più anni, F&C monitora tematiche emergenti ed agisce immediatamente ogni volta in cui esiste una minaccia incombente sul proprio portafoglio azionario. Questo tipo di “**reactive engagement**” viene rendicontato ogni trimestre nei *reo reports*. Ecco una lista di esempi recenti:

- BP – Salute e sicurezza
- Glaxo Smithkline – Compensi degli Executive
- Telecom Italia – Fusione con Olivetti

Oltre alle aree tematiche sottolineate in precedenza, che tagliano in modo trasversale aree geografiche e settori industriali, vengono individuati **settori chiave** in cui le questioni di *corporate governance* o di altro tipo stanno assumendo una dimensione critica. I progetti attuali includono: Information and Communication Technology (ICT), settore bancario, settore farmaceutico.

**ENGAGEMENT: CALPERS**

Il *California Public Employees' Retirement System* gestisce le pensioni di oltre 1.4 milioni di impiegati dello Stato, della scuola e delle agenzie pubbliche della California e delle loro famiglie con un *asset under management* di \$171.6 bln, al 31 ottobre 2004.

CalPERS rappresenta una *best practice* a livello globale circa l'*engagement* su tematiche di *corporate governance*, al punto che diversi ricercatori, hanno analizzato ed evidenziato il "*CalPERS effect*", ossia l'aumento di valore per l'azionista generato dalle attività di *engagement* di CalPERS.

CalPERS ha adottato un programma **internazionale di corporate governance** focalizzato sui quattro continenti nei quali ha la maggiore esposizione azionaria : Giappone, Stati Uniti, Gran Bretagna, Germania e Francia. Questi principi servono come strumenti per assistere il sistema nel monitoraggio dei propri investimenti in queste regioni attraverso il perseguimento di migliori standard di *corporate governance* nelle società nelle quali investe.

Anche per quanto riguarda la strategia di comunicazione e informazione, CalPERS offre un esempio di eccellenza, in particolare, ha costruito un sito web focalizzato esclusivamente sulle tematiche di *corporate governance*. Sul *CalPERS Shareowner Forum*, si possono trovare notizie riguardo a:

- attività di CalPERS su tematiche di *corporate governance* e le decisioni di voto prima delle assemblee annuali delle aziende;
- criteri per la selezione della lista delle aziende su cui fare *engagement*;
- il testo completo dei principi e linee guida di CalPERS negli Stati Uniti e nel mondo;
- una biblioteca di oltre 14,000 *abstracts* di studi, *essays*, *reports* e *papers* su tematiche globali.

supportato da un costante *reporting* dei risultati ottenuti.

Le politiche di azionariato attivo comportano delle implicazioni rilevanti sia in termini di organizzazione che di *governance* di investitori istituzionali. In particolare, per quanto riguarda i processi di decisione, occorre non solo stabilire regole chiare, in grado di evitare l'assunzione di posizioni arbitrarie, ma anche dare grande trasparenza ad ogni deliberazione, in modo da non incorrere nel rischio di attacchi più o meno strumentali e da facilitare in ogni occasione il confronto con i diversi *stakeholders*.

L'*engagement* può essere visto come un'alternativa allo *screening* oppure come un suo complemento; nella politica dell'investitore potrebbe essere prevista infatti la possibilità di inserire nel portafoglio anche

società che non soddisfino i criteri di selezione ma che si prevede di coinvolgere in un processo di responsabilizzazione attraverso l'esercizio di forme di pressione.

**4. COMMUNITY INVESTMENT**

Il *community investment* (investimento di comunità) consiste nel supporto finanziario ad attività socialmente utili in aree in ritardo di sviluppo o in crisi economica.

La fonte primaria di capitale di rischio per le iniziative micro-imprenditoriali è spesso costituita da forme di autofinanziamento in ambito familiare, che ovviamente tendono a scarseggiare nelle comunità a basso reddito. Il *community investment* interviene proprio in questo tipo di contesto. Si può realizzare attraverso la forma del *private equity* o del *venture capital*, ma

anche con l'erogazione del credito di lungo termine. Questo tipo di strategia di investimento si presta poco ad una diffusione su larga scala, mentre può essere utilizzata per progetti molto specifici o fondi specializzati creati ad hoc per una determinata iniziativa.

Per quanto riguarda i fondi di *venture capital*, chiamati *Community Development Venture Capital* (CDVC), ad oggi sono diffusi soprattutto negli Stati Uniti dove esistono istituzioni finanziarie chiamate *Community Development Financial Institutions* (CDFIs). Le CDFIs possono essere: *Community Development Banks* (CDBs), *Community Development Credit Unions* (CDCUs), *Community Development Loan Funds* (CDLFs), *Community Development Corporations* (CDCs) e *Micro Finance Institutions* (MFIs).

Per quanto riguarda l'erogazione del credito, gli scopi principali sono:

- aiutare nell'acquisto e /o ristrutturazione di case le famiglie a basso reddito attraverso le garanzie ai mutui;
- il finanziamento all'avvio di microimprese anche attraverso prestiti di importo ridotto (fino a circa 25.000);
- il finanziamento all'avvio di imprese medio piccole attraverso prestiti di importo medio (oltre a circa 25.000);
- sviluppo della comunità: supporto alle realtà non-profit che lavorano direttamente con persone svantaggiate.

## 5. SOCIAL VENTURE CAPITAL

Il fenomeno del *social venture capital* è nato in USA negli anni '90 e si riferisce a fondi che esplicitamente cercano di generare sia ritorni sociali che finanziari sui loro investimenti. La peculiarità del *social venture capital*, rispetto al *venture capital* tradizionale sta

nella tipologia di settori considerati, che devono esprimere una spiccata valenza sociale. I settori più spesso considerati sono quelli dell'energia rinnovabile, delle tecnologie per la prevenzione e riduzione dell'inquinamento, dell'agricoltura biologica, dell'assistenza sanitaria etc. Investire in questi settori comporta una serie di sfide: talvolta le aziende non sono strutturate o ben gestite e alcuni di questi settori hanno una storia controversa con qualche fallimento eccellente. Sono comunque noti anche casi di successo (finanziario) come la quotazione in borsa di compagnie come Vestas Power, Ballard Power e Astropower.

L'esperienza del mercato USA in questo senso traccia l'evoluzione storica del settore. La prima generazione di fondi che fu lanciata in quegli anni, (Calvert Social Venture Partners, Sand County Partners e Highland Financial Group) ha offerto ritorni finanziari deludenti. Tuttavia, già i fondi di seconda generazione hanno avuto performance migliori: Solstice Capital, Women's Growth Capital, Coastal Ventures e Northeast Ventures. Recentemente sono nati i fondi di terza generazione fra cui Solstice Capital II, Women's Growth Capital II, Sustainable Jobs Fund, Coastal Ventures II and Urban Environment Fund. La sempre crescente maturità del settore inizia ad offrire agli investitori istituzionali un *asset class* di *private equity* attraverso cui sia possibile ottenere risultati finanziari e benefici socioambientali.

Ad oggi, in Italia, il mercato non offre esempi di rilievo in materia di fondi di *private equity/venture capital* gestiti con questa filosofia.

## 6. SOGGETTI ATTIVI NELL'SRI

Per chi si avvicina all'SRI senza conoscerlo, può risultare utile una prima mappatura degli attori principali. In verità, trattandosi di un approccio più che di una categoria, quasi tutte le fasi della filiera possono teoricamente risultare interessate all'SRI e quindi ogni operatore che ad essa presiede. Così, per esempio, è faci-

le immaginare a gestori che sviluppano abilità nell'*asset management* socialmente responsabile o ad analisti che si specializzano nello studio delle variabili ambientali o sociali. Vi poi sono alcuni soggetti che, in qualche misura, costituiscono il livello di specializzazione più spinto, nel senso che hanno investito in modo più esplicito nella crescita dell'SRI e ne hanno fatto il *core* del proprio business. Questi operatori risultano, perciò, anche i maggiori promotori dello sviluppo del settore.

### 6.1 AGENZIE DI *RATING* SOCIALE

Le agenzie di *rating* sociale sono organizzazioni che raccolgono in modo continuo e sistematico informazioni sul comportamento ambientale e sociale delle imprese, le elaborano secondo proprie metodologie e le forniscono agli investitori socialmente responsabili, che le utilizzano per determinare le proprie scelte. In altri termini, le agenzie di *rating* sociale completano e integrano il lavoro degli analisti finanziari e quindi supportano i processi di decisione dei gestori.

In verità, l'espressione *rating* è talvolta utilizzata in modo improprio, perché non sempre le valutazioni del comportamento delle società si traducono in giudizi quantitativi. Ciò non solo per la circostanza, pur vera, che non è sempre facile passare da una considerazione di tipo qualitativo relativa ad un comportamento ad un numero; quanto, soprattutto, per il fatto che gli investitori socialmente responsabili – committenti ultimi della ricerca sulla CSR – attribuiscono livelli diversi di importanza per ciascun ambito della responsabilità sociale, a seconda della loro natura, dei loro obiettivi e delle loro politiche: investitori ispirati da una morale religiosa, per esempio, attribuiranno la massima rilevanza al rispetto di criteri che, invece, sono di nullo o scarso significato per un investitore ambientalista. Di talché, una stessa società può ottenere un *rating* sociale diverso a seconda che il committente decida di sovrappesare o sottopesare un determinato indicatore. Capita, per altro, che le agenzie adottino un sistema di valutazione standard, che media le richieste più comuni

degli investitori socialmente responsabili e che lo presentino come "il proprio" *rating*; in questo caso, l'agenzia cessa di svolgere un ruolo di mero fornitore di informazioni e propone un proprio schema valoriale sulla base del quale misurare la prestazione sociale dell'impresa.

Risulta evidente che, rispetto alle modalità di lavoro delle agenzie di *rating* finanziario, il modello di business è rovesciato, nel senso che le imprese non commissionano l'analisi della propria posizione, bensì la "subiscono". Ciò non toglie che in alcuni casi siano le imprese stesse che richiedano una valutazione di terza parte e che se ne servano per comunicarlo al pubblico o per evidenziare a se stesse aree di criticità o di opportunità legate alle variabili ambientali o sociali.

Dal punto di vista metodologico, l'analisi della responsabilità sociale delle imprese si distingue per approcci e scelte assai diversi:

- le fonti: alcune agenzie realizzano un'analisi c.d. *multistakeholder*, che, cioè, prende in considerazione sia il punto di vista della società valutata che dei portatori di interesse. Altre, invece, si basano solo su informazioni fornite dall'impresa stessa, eventualmente supportate da evidenze documentali;
- la struttura territoriale: alcune agenzie si sono specializzate nel monitoraggio delle imprese che operano nel loro mercato nazionale e si sono aggregate in *network* per garantire una copertura globale. Altre concentrano le attività di ricerca in un'unica unità, che analizza da sola l'universo di riferimento;
- gli strumenti: mentre alcune agenzie utilizzano questionari, al fine di una completa raccolta di informazione altre preferiscono interviste dirette agli *stakeholder*.

Recentemente è nata, anche su sollecitazione della Commissione Europea (che aveva intravisto nella diversità di approccio un fattore di scarsa trasparenza

e perciò di ostacolo alla crescita), un'associazione di agenzie di rating sociale che ha messo a punto uno standard condiviso di qualità – una specie di ISO 9000 – che disciplina le procedure di analisi e di gestione dei dati, le qualifiche degli analisti e così via.

### 6.2 SOCIAL INDEX PROVIDERS

I fornitori di indici specializzati (spesso chiamati "indici etici") sono organizzazioni che calcolano dei *benchmark* il cui sottostante è selezionato sulla base di criteri ambientali o sociali. Nella maggioranza dei casi, la base di partenza è rappresentata da un indice tradizionale, al quale vengono applicati dei filtri (criteri negativi e positivi) in modo da eliminare gli emittenti che non soddisfano i criteri di responsabilità sociale. La riduzione dell'universo di partenza risulterà ovviamente più o meno sensibile a seconda della severità delle politiche di SRI.

Quasi sempre vengono comunque mantenute le caratteristiche di capitalizzazione e di diversificazione settoriale e geografica che garantiscano all'indice una significatività dal punto di vista finanziario.

Per un'analisi più puntuale dell'offerta di *benchmark* etici si rinvia agli allegati.

## 7. SRI IN ITALIA E IN EUROPA

### 7.1 MERCATO ISTITUZIONALE

La prima e ad oggi unica indagine a livello italiano ed europeo sull'SRI e investitori istituzionali è stata svolta da Eurosif nel 2003. La ricerca in questione ha messo in evidenza la residualità che caratterizza ancora questo tipo di investimento in Italia: l'SRI promosso da investitori istituzionali rappresenta lo 0,06% dell'*asset* totale gestito (€436 bln).

Fra le categorie di investitori prese in considerazione, spicca il ruolo giocato dalle compagnie d'assicurazione che, attraverso l'offerta di polizze vita, arrivano a 124 mln di patrimonio gestito secondo criteri di SRI: quasi tutte le maggiori compagnie, infatti, offrono prodotti *unit* o *index linked* agganciati a panieri o a indici etici. In un'ideale classifica, seguono gli enti religiosi con € 54 mln, fondazioni di origine bancaria con € 38 mln e, solo al quarto posto, i FP con un patrimonio di €10 mln.

Peraltro, va sottolineato come la ricerca citata sconti i limiti di uno studio iniziale, che ha dovuto aggiungere alle tipiche difficoltà delle ricerche di campo anche criticità ulteriori, legate alla tradizionale

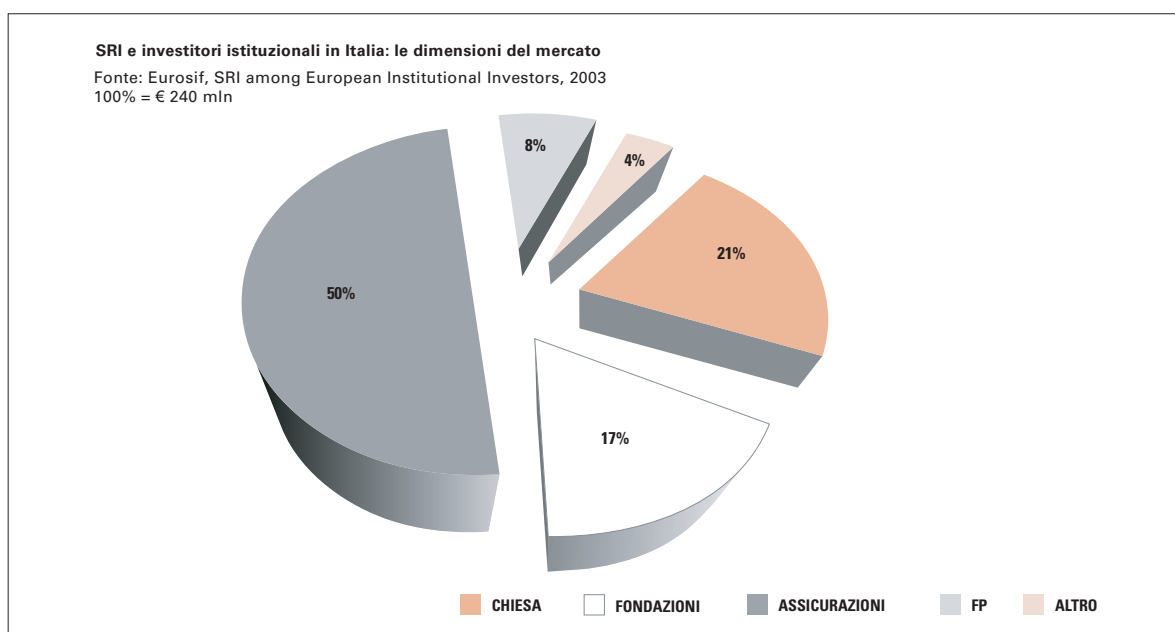


FIGURA 2

riservatezza esercitata su argomenti come quelli relativi alla gestione di un patrimonio finanziario. Sul fronte degli enti religiosi, per esempio, l'impressione degli addetti ai lavori è che, in realtà, le cifre reali siano molto più significative; tuttavia, la parcellizzazione di questo mondo e la scarsa attitudine alla comunicazione su questi temi ha reso impossibile intercettare tutte

le informazioni utili a formare una visione d'insieme.

La dimensione del mercato SRI cambia significativamente in ambito europeo. Occorre peraltro distinguere secondo la tipologia di approccio (*screening e/o engagement*). I mercati più avanzati sono la Gran Bretagna e l'Olanda, mentre l'Italia è fanalino di coda subito prima della Spagna con 240 mln di asset inve-

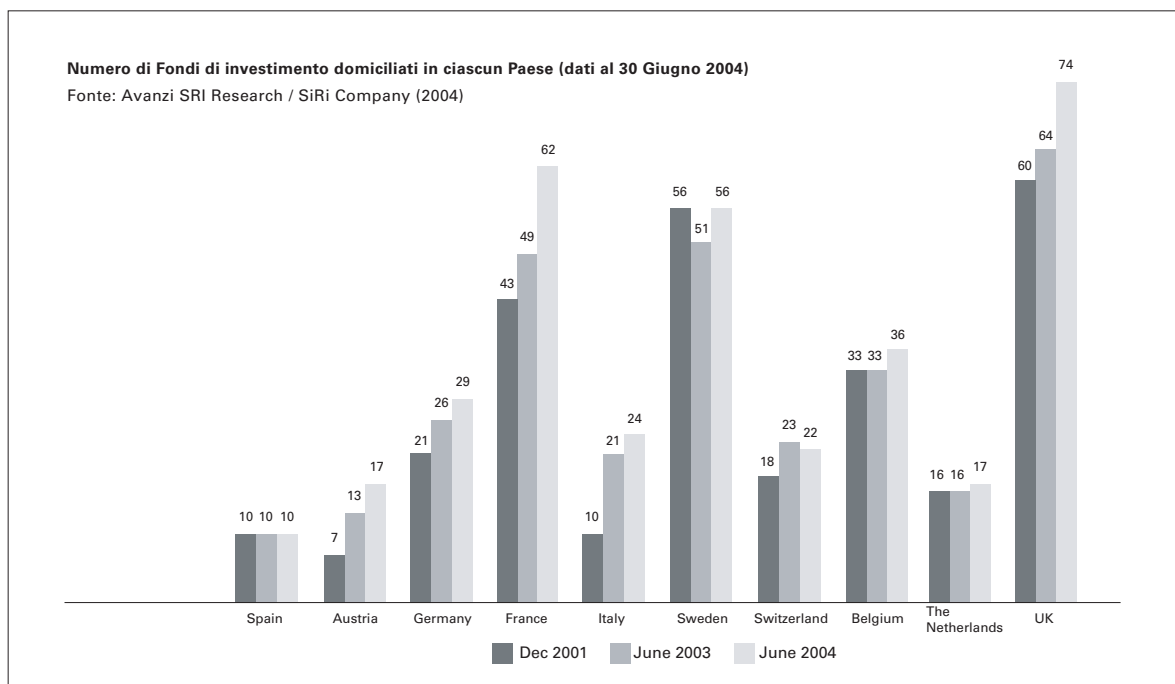


FIGURA 3

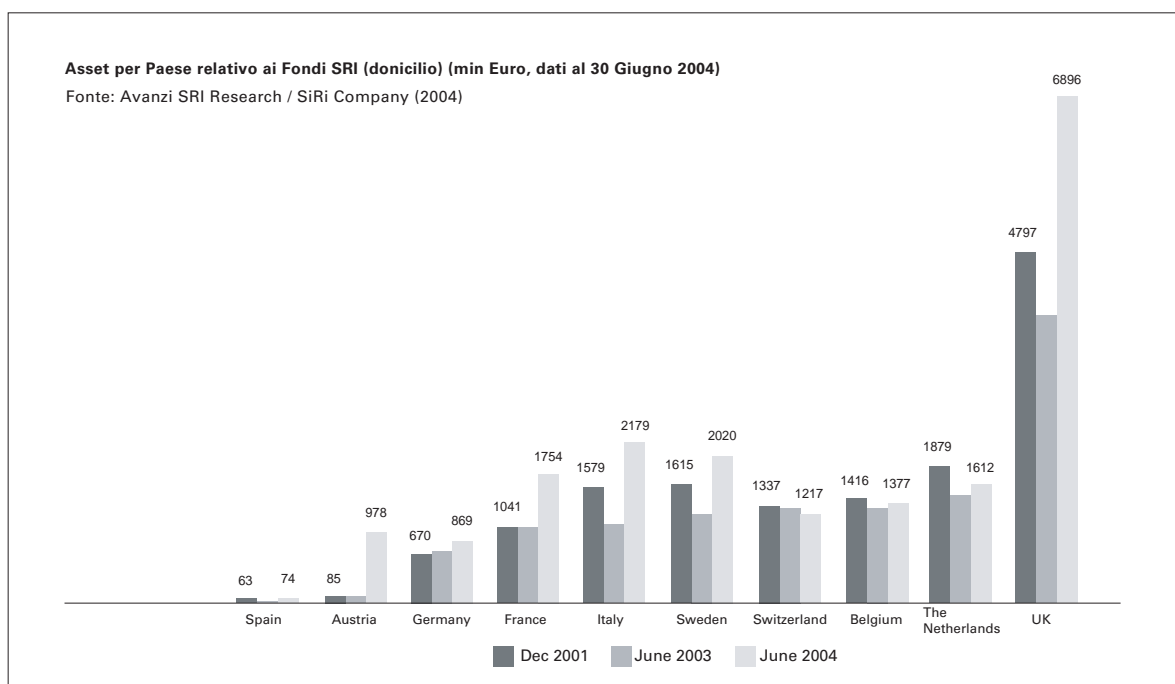
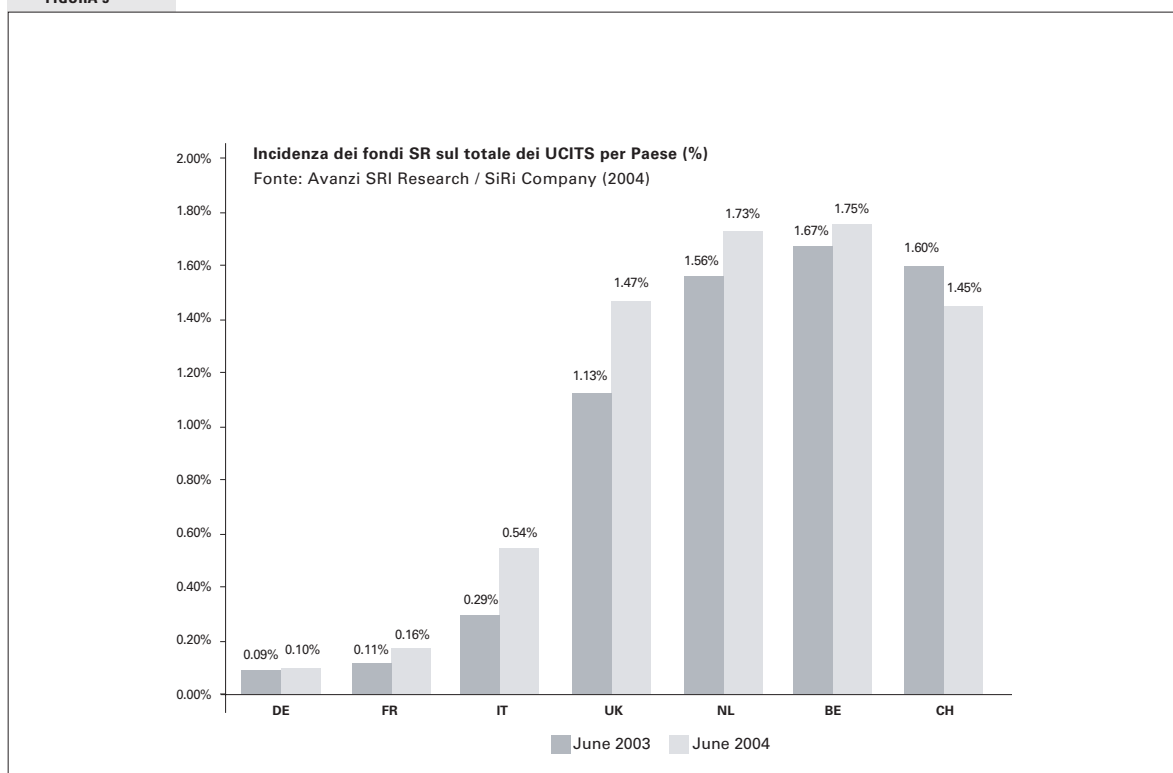


FIGURA 4

FIGURA 5



stiti secondo criteri di responsabilità sociale.

L'engagement risulta essere molto limitato in Italia, mentre all'estero è presente in maniera più significativa, soprattutto in Olanda e in Gran Bretagna. Nella stragrande maggioranza dei Paesi oggetto d'indagine, i FP sono i soggetti i più attivi nella pratica dell'SRI o comunque quelli che promettono gli sviluppi più interessanti.

## 7.2 FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Nel contesto italiano, l'SRI rappresenta una quota marginale del mercato, ma che ha dimostrato una forte crescita negli ultimi anni sia in termini di numero di fondi che di *asset under management*.

Nel panorama europeo, la Gran Bretagna si conferma mercato più evoluto e ampio in termini di numero di fondi di investimento che di *asset under management*, mentre se si analizza l'incidenza percentuale dei fondi socialmente responsabili sul totale degli asset, Olanda (1,73%), Belgio (1,75%), Svizzera (1,45%) e Gran Bretagna (1,47%), mostrano la quota più signifi-

cativa. In questo senso, lo 0,54% dell'Italia può essere letto come un'opportunità di crescita futura.

Ad oggi, il mercato italiano è molto concentrato: i primi due *asset managers* (Sanpaolo IMI e Pioneer) rappresentano l'80% del patrimonio gestito.

L'industria del risparmio gestito italiano ha contribuito anche al chiarimento di alcuni profili definitivi, inserendo nella Guida alla Classificazione di Assogestioni (in vigore dal 1 luglio 2003) un riferimento a quelli che vengono chiamati "fondi etici", per i quali si dice:

*"Si qualifica 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 rendi-

mento atteso (*corporate governance del fondo*).

*Tale definizione è indipendente dalle specifiche modalità di applicazione dei criteri di esclusione/inclusione (comitato "etico" interno, società di consulenza, selezione esterna, benchmark)."*

## 8. ASPETTI GIURIDICI

Dopo aver capito che cosa sia l'SRI, ma prima ancora di chiedersi se e come possano essere integrati nella gestione del patrimonio di un FP, è necessario fare chiarezza su un punto fondamentale: esistono ostacoli di ordine giuridico all'introduzione di elementi di SRI nella gestione di un FP?

In concreto, è necessario verificare la compatibilità dell'SRI con una serie di prescrizioni presenti nel d.m. 703/96 che unite a quelle già contenute nel d.lgs. 124/93, costituiscono il presidio regolamentare approntato per concretizzare il principio generale della "sana e prudente gestione" in materia di previdenza complementare.

In definitiva, la disciplina prudenziale sembra incen-

trata su limiti quantitativi agli investimenti, con qualche spazio residuo per considerazioni prudenziali qualitative. Come si evince da una attenta lettura delle norme suesposte nel loro complesso, ciò che realmente conta dal punto di vista della vigilanza è la natura "giuridico-formale" dell'investimento. In altri termini, il legislatore del d.m. 703/96 ha l'obiettivo di garantire una gestione equilibrata degli investimenti che si concentri su strumenti finanziari trasparenti, dotati di un mercato secondario sufficientemente liquido, possibilmente evitando una eccessiva esposizione al rischio di cambio.

Tornando all'SRI, sembra corretto affermare che la qualificazione di un investimento come socialmente rilevante – la cui definizione poggia su caratteristiche "sostanziali" e non giuridico-formali dell'investimento – è indifferente ai fini della disciplina in esame, che prende in considerazione altre caratteristiche, perché altri sono gli interessi che la disciplina mira a tutelare. Quindi l'SRI, qualunque ne sia la definizione, è sicuramente consentito purché, al pari di qualsiasi altro tipo di investimento, siano rispettate le norme prudenziali stabilite dal diritto vigente.

### RIFERIMENTI NORMATIVI: FONDI PENSIONE DI NUOVA ISTITUZIONE

**d.m. 21/11/96 n°703.** *Limiti quali-quantitativi agli investimenti*

*Art. 2. Criteri di gestione*

1. Il FP opera in modo che le proprie disponibilità siano gestite in maniera sana e prudente avendo riguardo agli obiettivi di:

- a) diversificazione degli investimenti;
- b) efficiente gestione del portafoglio;
- c) diversificazione dei rischi, anche di controparte;
- d) contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo;
- e) massimizzazione dei rendimenti netti.

*Art. 3. Investimenti e operazioni consentiti*

1. Fermo restando i divieti ed i limiti previsti dall'articolo 6 del decreto legislativo, le disponibilità dei

*(segue)*

FP, nel rispetto dei criteri di cui all'articolo 2 del presente regolamento, possono essere investite in:

- a) titoli di debito;
- b) titoli di capitale;
- c) parti di OICVM;
- d) quote di fondi chiusi.

2. Essi possono inoltre:

a) effettuare operazioni di pronti contro termine che prevedano l'acquisto a pronti e la rivendita a termine ovvero la vendita a pronti ed il riacquisto a termine di strumenti finanziari ed il prestito titoli;

b) detenere liquidità;

c) effettuare operazioni in contratti derivati.

3. Nell'esercizio dell'attività di gestione di FP, il soggetto gestore non può effettuare vendite allo scoperto.

4. Il FP può individuare diverse linee di investimento ad una delle quali gli iscritti hanno facoltà di aderire per un periodo di tempo predeterminato. Lo statuto del FP disciplina le modalità in base alle quali gli iscritti che ne facciano richiesta trasferiscono l'adesione ad un'altra delle citate linee. Per ciascuna di dette linee si applicano, con riferimento alle risorse gestite, i limiti e i criteri stabiliti nel decreto legislativo e nel presente regolamento.

#### *Art. 4. Limiti agli investimenti*

1. Fermi restando i divieti ed i limiti di cui all'articolo 6 del decreto legislativo, i FP, nel rispetto dei criteri di cui all'articolo 2 del presente regolamento, nell'investimento delle proprie disponibilità possono detenere: a) liquidità entro il limite del 20% del patrimonio del FP; b) quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20% del patrimonio del FP e del 25% del valore del fondo chiuso; c) titoli di debito e di capitale non negoziati in mercati regolamentati dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone entro il limite del 50%, purché emessi da Paesi aderenti all'OCSE ovvero da soggetti ivi residenti; entro tale limite i titoli di capitale non possono superare il 10% del patrimonio ed il complesso dei titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'OCSE o dagli organismi internazionali, cui aderiscono almeno uno degli Stati appartenenti all'Unione europea, non può superare il 20% del patrimonio del FP; d) titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai Paesi aderenti all'OCSE ovvero residenti in detti Paesi, entro il limite massimo del 5% del patrimonio del FP, purché negoziati in mercati regolamentari dei Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone.

2. Fermi i limiti previsti dal comma 1, il patrimonio del FP non può essere investito in misura superiore al 15% in titoli di debito e di capitale, ivi compresi i prodotti derivati che danno diritto all'acquisto di tali titoli, emessi da uno stesso emittente o da soggetti facenti parte di un medesimo gruppo; nell'ambito di tale limite, i titoli non negoziati in mercati regolamentati dai Paesi dell'Unione europea, degli Stati Uniti, del Canada e del Giappone non possono superare il limite del 5% del patrimonio del fondo. Sono esclusi dai limiti del presente comma i titoli di debito emessi da Stati aderenti all'OCSE.

3. La Commissione di vigilanza può stabilire i casi in cui i limiti posti all'investimento dei fondi possono essere superati per temporanee e comprovate esigenze del fondo.

4. La Commissione di vigilanza fissa limiti più stringenti all'operatività del FP ove la situazione

*(segue)*

economico patrimoniale e organizzativa lo richieda.

5. Gli investimenti del FP devono essere denominati per almeno un terzo in una valuta congruente con quella nella quale devono essere erogate le prestazioni del FP. La congruenza è valutata tenuto conto degli effetti di copertura valutaria posti in essere. Le attività espresse in ECU sono considerate congruenti rispetto a qualsiasi moneta.

*Art. 5. Limiti ai contratti derivati*

1. Fermi restando i divieti ed i limiti di cui all'articolo 6 del decreto legislativo, le operazioni in contratti derivati possono essere effettuate, nel rispetto dei principi di cui all'articolo 2 del presente regolamento, purché siano riconducibili ad una delle seguenti tipologie: a) generano un'esposizione al rischio finanziario equivalente a quella risultante da un acquisto a pronti degli strumenti finanziari sottostanti il contratto derivato; b) eliminano il rischio finanziario degli strumenti sottostanti il contratto derivato; c) assicurano il valore degli strumenti sottostanti contro fluttuazioni avverse dei loro prezzi; d) assicurano maggiore liquidità dell'investimento negli strumenti finanziari sottostanti senza comportare l'assunzione di rischi superiori a quelli risultanti da acquisti a pronti.

2. Ai fini della verifica del rispetto dei criteri previsti all'articolo 2 la Commissione di vigilanza detta le modalità di segnalazione delle predette operazioni, anche con riferimento alla correlazione tra le caratteristiche tecnico finanziarie dell'attività coperta e quella del contratto di copertura.



## Parte II

# II *socially responsible investment*, perché

In questa sezione del documento viene affrontata la questione degli aspetti motivazionali che possono spingere un FP ad adottare politiche di investimento SRI. L'obiettivo non è, ovviamente, quello di "convincere" ad intraprendere questa strada, ma di illustrare in modo obiettivo e completo i pro e i contra, così da alimentare la riflessione che dovrebbe precedere una scelta.

GUIDA ALLA LETTURA

### LE BARRIERE ALLA DECISIONE

Non so, non conosco	Conosco, ma non voglio	Conosco, vorrei, ma non posso	Conosco, vorrei, potrei, ma non so come fare
---------------------	------------------------	-------------------------------	--

### PARTE I: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): CHE COS'È

- ▼ SRI: nascita e significato
- ▼ *Screening* negativo e positivo
- ▼ *Engagement*
- ▼ *Community investing*
- ▼ *Social venture capital*
- ▼ Soggetti attivi nell'SRI
- ▼ SRI in Italia e in Europa
- ▼ Aspetti giuridici

### PARTE II: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): PERCHÉ

- ▼ Approfondimento sul concetto di "finanza etica" e "investimenti socialmente responsabili"
- ▼ I doveri fiduciari
- ▼ *Business case*

### LE BARRIERE ALL'AZIONE: UN POSSIBILE PROCESSO DI INVESTIMENTO PER FONDI PENSIONE

Decido di adottare politiche SRI	Definisco approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio	Scelgo la filosofia di fondo	Scelgo il livello di personalizzazione	Individuo i criteri	Scelgo il gestore	Controllo il rispetto dei criteri	Comunico con stakeholder
Condivisione con i propri stakeholder							

### PARTE III: IL PROCESSO DI INVESTIMENTO

- ▼ Una visione d'insieme
- ▼ Condivisione con i propri *stakeholder*
- ▼ Definizione dell' approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio
- ▼ Scelta della "filosofia di fondo"
- ▼ Scelta del livello di personalizzazione della gestione socialmente responsabile
- ▼ Individuazione dei criteri
- ▼ Scelta del gestore
- ▼ Controllo dell'attività del gestore
- ▼ Comunicazione e trasparenza verso gli *stakeholders*

## Parte II

# II *socially responsible investment*, perché



### 1. APPROFONDIMENTO SUL CONCETTO DI FINANZA “ETICA” E “SOCIALMENTE RESPONSABILE”

Attorno alla distinzione definitoria tra investimento etico e socialmente responsabile si è detto molto, ma in realtà spesso si sono creati equivoci anziché chiari dubbi. In realtà, non si tratta di concetti diversi e quindi di approcci alternativi, quanto piuttosto di due facce della stessa medaglia: in sintesi, si può affermare che l'SRI è il risultato di valutazioni di ordine etico. La responsabilità sociale, infatti, non rappresenta un ambito dai confini definiti (si è socialmente responsabili se si fanno o non si fanno certe cose, altrimenti non lo si è); ciascuno di noi ha una propria idea su che cosa sia giusto o meno e, quindi, su quale sia il comportamento etico – che, cioè, aderisce a un'etica.

Ora, come detto sopra, l'SRI è la pratica in base alla quale considerazioni di ordine ambientale e/o sociale in ordine al comportamento di un emittente integrano le valutazioni di carattere finanziario che vengono svolte nel momento delle scelte di acquisto o vendita di un titolo o nell'esercizio dei diritti collegati alla sua proprietà. Il punto cruciale è, evidentemente, la definizione dei criteri ambientali e/o sociali, poiché attraverso questa operazione l'investitore trasferisce il proprio sistema etico di riferimento in regole di investimento. L'individuazione dei criteri e l'importanza che viene loro attribuita è perciò il risultato di una valutazione eminentemente etica.

A ben vedere, tuttavia, anche l'investimento non classificato come socialmente responsabile in senso stretto è *etico*, nella misura in cui traduce una visione (diversamente) etica dell'attività finanziaria – che punta alla massimizzazione del profitto, a scapito di altri valori. Viceversa, l'inserimento di considerazioni ambientali e sociali può essere motivato dall'obiettivo di individuare dei driver per la creazione di valore finanziario. È corretto parlare di investimento etico in tali circostanze? Non si tratta, piuttosto, della medesima etica del profitto, espressa in forme più “evolute”?

È chiaro che l'unico discrimine che si può porre risiede nel fine che ci si propone di perseguire attraverso l'investimento finanziario: da un lato chi ritiene che l'investimento sia uno strumento, ma l'obiettivo sia la costruzione “di un mondo migliore” (essendo *migliore* un concetto relativo al punto di vista – cioè all'etica – del soggetto); dall'altro, chi si pone l'obiettivo della massimizzazione del profitto e considera rilevanti elementi di tipo ambientale e/o sociale nella misura in cui contribuiscono a identificare dei driver di valore (in un'ottica di gestione del rischio). Quanto detto mette in luce il pericolo di scivolare nel processo alle intenzioni. Perciò, appare molto più utile cercare di capire quali sono le caratteristiche dei diversi approcci possibili per farne derivare le conseguenze sul piano pratico: poiché tutti i soggetti economici puntano a massimizzare la propria funzione obiettivo essendo sottoposti a vincoli, il problema è capire se la dimensione della responsabilità sociale

- è parte della missione
- se è “semplicemente” un limite di cui tener conto nel raggiungimento dei propri (altri) obiettivi fondamentali dell’organizzazione.

Il che equivale a chiedersi, rovesciando i termini della questione, se il profitto sia un obiettivo o piuttosto un vincolo, cioè se sia un elemento *necessario ma non sufficiente* a giustificare l’esistenza dell’organizzazione.

Le implicazioni sono evidenti: di fronte alla scelta di acquisto di un titolo, mi pongo la domanda “è giusto?” o “mi conviene?”? Per esempio, una gestione proattiva delle risorse umane viene apprezzata perché soddisfa il mio principio (etico) di rispetto del valore del lavoro o perché le imprese con un buon clima interno fanno guadagnare di più? Come comportarsi se fosse dimostrato (o semplicemente si ritenesse) che un’impresa con una pessima gestione del personale offra comunque ottime prospettive di guadagno? Si può ritenere che, in un’ottica di lungo periodo, la forza del dilemma si attenui, perché un’impresa che violi continuamente i principi dell’etica corrente, verrebbe punita dal mercato. Ma: *è sempre vero*, in un sistema in cui le asimmetrie informative sono molto forti? E poi: *qual è l’etica corrente?* Non esistono piuttosto *tante etiche per tanti mercati?*

La sintesi è che non si può fare SRI se non si ha una visione etica dell’attività economica e finanziaria. Vedremo oltre come chi amministra un FP debba affrontare la questione di come definire un proprio approccio o adottare uno schema valoriale messo a punto da terzi. Certamente, l’utilizzo dell’espressione “socialmente responsabile” non può essere interpretato come una scorciatoia per evitare di porsi questioni “ingombranti”.

## 2. DOVERI FIDUCIARI

Abbiamo quindi visto che le motivazioni che spingono i diversi soggetti ad adottare politiche di SRI possono rispondere a varie istanze, ma richiedono comunque coerenza né possono prescindere dagli obiettivi che essi si propongono di raggiungere. Consapevoli di inserirci in un dibattito tutt’ora acceso e vivo nella comunità di riferimento, assumiamo per semplicità in questa sede, che per il caso dei FP (certamente per quelli di nuova istituzione), l’obiettivo perseguito sia vincolato agli obblighi di legge e a quelli dell’obbligazione fiduciaria<sup>1</sup>, che li lega agli aderenti. Se questo è vero, poiché l’obiettivo del FP è assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale per gli aderenti (d.l.124/93), la massimizzazione del rendimento degli investimenti sotto il vincolo di determinati livelli di rischio è una necessità che difficilmente può essere contestata. Da questo punto di vista, l’introduzione di criteri “altri” sarebbe compatibile solo nella misura in cui sia accertato che, questi stessi criteri non influiscono negativamente sulla performance finanziaria.

A questo proposito, l’SRI diventa uno strumento funzionale al perseguimento degli obiettivi del FP, una volta che sia accertata la capacità delle tecniche di analisi SRI di individuare titoli e aziende caratterizzate, *ceteris paribus*, da un minore livello di rischio socio-ambientale. Tale assunzione appare più fondata se si ragiona in un’ottica di lungo periodo (tipica di un investitore istituzionale), nel senso che come la valutazione della responsabilità sociale consentirebbe di individuare aree di opportunità non immediatamente evidenti ad un’analisi tradizionale permetterebbe all’investitore di beneficiare al massimo dei potenziali extra-rendimenti generati da una corretta gestione delle

<sup>1</sup> Un’obbligazione fiduciaria esiste ogni qual volta un soggetto (fiduciante) ripone particolare fiducia in un altro (fiduciario), affinché eserciti la sua discrezione e la sua esperienza agendo per conto del primo. Quando parliamo di doveri fiduciari ci riferiamo quindi, a situazioni in cui un soggetto ha un proprio interesse ma non è in grado di prendere le decisioni rilevanti e delega le decisioni a un fiduciario che dispone di autorità sulla scelta delle azioni e degli obiettivi. Tuttavia, gli interessi del fiduciante costituiscono pretese legittime nei confronti del fiduciario e generano doveri fiduciari, in capo a chi ha autorità e sui quali egli deve rispondere.

informazioni derivanti dal processo di *screening* (come per esempio la valutazione di alcuni asset intangibili).

Si può argomentare che, nella pratica, il trasferimento delle posizioni individuali tra i diversi FP e, nel caso di fondi multicomparto, gli *switch* da un comparto all'altro, impediscono al FP una gestione con un

orizzonte temporale al lungo termine. Il problema senza dubbio esiste. Tuttavia, sulle medie appare più teorico che pratico.

Nella realtà, i FP sono normalmente investitori di lungo periodo, il che, in via di principio, consente loro di instaurare con le società partecipate un rapporto più

#### CASO STUDIO: IL FONDO PREVIDENZIALE GOVERNATIVO FRANCESE (*FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES, FRR*)

L'obiettivo di questo fondo governativo francese è di contribuire al pagamento delle pensioni fungendo da cuscinetto all'impatto del trend demografico decrescente e al seguente calo dell'introito contributivo.

Riteniamo che il FRR rappresenti una *best practice*, ancorché "giovane", in relazione all'esplicita motivazione e al processo di implementazione di politiche SRI. Quello che segue è un estratto della documentazione ufficiale del Fondo, visibile sul sito, in materia di SRI (<http://www.fondsdereserve.fr>)

##### *La filosofia dell'approccio SRI del FRR*

Poiché il FRR *agisce nell'interesse della comunità*, le sue politiche di investimento devono essere coerenti con i valori della comunità stessa in modo da *promuovere uno sviluppo economico, sociale ed ambientale equilibrato*.

A questo proposito, il CdA del FRR parteciperà attivamente alla promozione di *best practice* che mettano in pratica questi stessi principi. Farà in modo che gli *asset manager* agiscano e rendicontino coerentemente con questi valori.

Di seguito riportiamo l'approccio socialmente responsabile del FRR.

Il FRR rappresenta un investitore con un orizzonte temporale di lungo periodo il cui *obiettivo è supportare la solidarietà intergenerazionale*, è convinto che allargando l'analisi del rischio per comprendere fattori sociali e ambientali possa avere un impatto positivo sulla performance finanziaria, così come la costruzione di valore nel lungo periodo sulla valorizzazione delle risorse umane, consapevolezza ambientale e una buona *corporate governance*.

Entro la fine dell'anno, il CdA sottoporrà una bozza di linee guida che definiranno la politica di voto nell'attività di *engagement* sui temi della *corporate governance* al Supervisory Board.

##### *Screening e engagement*

Nelle politiche di gestione socialmente responsabili del FRR non verranno inclusi criteri di *screening* negativo. Poiché la qualità della gestione SR dipende dalla qualità e quantità delle informazioni sulle politiche ambientali e sociali delle aziende e poiché il livello di queste informazioni cambia da area geografica a area geografica, il FRR ha deciso di limitare la sua politica SR alla zona dell'euro e alle aziende ad elevata capitalizzazione non europee che corrisponde a circa 3 mld di euro, ossia, il 18% dell'*asset* totale del fondo nei primi mesi del 2004.

L'approccio sarà graduale e inclusivo. Il FRR non intende stabilire un insieme fisso di criteri SRI, le linee guida devono essere il frutto di consultazioni.

##### *Trasparenza*

Il FRR richiede ai gestori di dichiarare come hanno integrato criteri non finanziari nel loro processo di gestione e l'impatto che: i filtri di responsabilità sociale hanno avuto nella costituzione del loro portafoglio.

stretto e continuo, non basato su una mera speculazione di breve periodo, ma su investimenti di tipo strategico. Questi elementi costituiscono le premesse e le condizioni per un coinvolgimento delle imprese in un processo di sensibilizzazione nei riguardi dei temi della responsabilità sociale e, in seguito, dell'implementazione dei programmi e delle politiche necessarie (*engagement*). Con questo non intendiamo riferirci all'SRI come all'unica forma di investimento caratterizzata da una visione di lungo periodo, ma certamente come all'approccio che, potenzialmente, può riuscire meglio a valorizzare tale impostazione.

I FP sono quindi i soggetti ideali per sfruttare al meglio le potenzialità insite negli strumenti di SRI, sia con riferimento all'attività di *screening* che a quella di *engagement*.

Ciò che abbiamo sin qui sostenuto è che l'SRI può essere uno strumento importante per il perseguimento degli obiettivi istituzionali di un FP, poiché non è in contraddizione con la sua missione. Occorre ora porsi il problema dal punto di vista degli aderenti al FP, ossia i fiduciari. Certamente, anche per loro il primo interesse rimane la massimizzazione della copertura previdenziale. Resta tuttavia da dimostrare che questo obiettivo possa essere legittimamente perseguito anche attraverso il finanziamento di attività che fra le altre cose, provocano esternalità negative sull'ambiente e/o sulla comunità di riferimento. In altre parole è necessario domandarsi se non sia appropriato cercare di interpretare anche le aspettative di natura non finanziaria degli aderenti per comprendere quali indicazioni essi formulino in ordine all'utilizzo del loro denaro. In altre parole, poiché per loro natura i FP sono legati a bisogni di protezione e sicurezza e non di speculazione, l'SRI diventa una risposta possibile anche ai bisogni non finanziari degli aderenti.

### 3. BUSINESS CASE

Poiché diverse sono le modalità in cui si esplicita l'SRI, si è scelto in questa sede di affrontare la questione del *business case* dell'SRI separatamente per ognuno di questi casi.

#### 3.1 SRI BUSINESS CASE: STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI, IL CASO DELLO SCREENING

Ragionare sul rendimento degli investimenti socialmente responsabili in strumenti finanziari quotati solleva questioni di non poco conto dal punto di vista teorico sia in ambito finanziario che manageriale.

I teorici della finanza che riconoscono la validità del Capital Asset Pricing Model (nel seguito CAPM), ritengono che il portafoglio di mercato offrirà performance migliori di qualsiasi suo sottoinsieme se i mercati sono efficienti. Se il CAPM offre una buona rappresentazione della realtà, allora gli investimenti socialmente responsabili offriranno delle performance minori poiché portafogli SRI sono un sottoinsieme del portafoglio di mercato. Ci riferiremo a questo approccio definendolo, sinteticamente, **Markowitz View**.

Per contro, nel caso in cui lo *screening* applicato ai portafogli SRI producesse effetti casuali, ci si potrebbe richiamare a studi sulla diversificazione come quelli di Fisher [1970] o Statman [1987], che suggeriscono che possedere una selezione di titoli casuale può diversificare la maggior parte del rischio non sistematico. Tuttavia, l'impatto dello *screening* sociale è sicuramente non casuale e può creare un rischio non compensato, anche in portafogli di grandi dimensioni. Molti studi hanno trovato infatti che i portafogli soggetti a *screening* tendono ad avere minori capitalizzazioni, più elevate *price/book ratios*, più elevati *price/earnings ratio* delle loro controparti non soggette a *screening*. Riconosciamo quindi che la prospettiva dell'impatto finanziario di questo tipo di esposizioni è aperta al dibattito. Oltre a questi fattori di esposizione, di solito i portafogli con *screening* hanno significanti *industry*

*bets*, Wilk [1992] e Di Bartolomeo [1996] dimostrano che proprio queste esposizioni sono stati importanti *driver* di performance per il Boston SAFE Index negli anni 80 e per il DSI negli anni 90. Allo stato dell'arte, è difficile concludere che il corpo di conoscenza esistente sia in favore dell'SRI. Un'area di ricerca promettente è quella dell' Arbitrage Pricing Theory, come descritta da Ross e Roll [1976, 1995]. Questa teoria fornisce ai sostenitori dell'SRI una base teorica allettante poiché rigetta la nozione del CAPM secondo cui il portafoglio di mercato deve dominare tutti gli altri in un mercato efficiente.

I sostenitori dell'SRI, asseriscono che i portafogli SRI potrebbero sovraperformare i *benchmark* di mercato poiché incorporano importanti informazioni non percepite dal mercato. Moskowitz [1972] per primo sollevò la questione, così ci riferiremo a questo approccio come alla **Moskowitz View**.

Nel suo celebre articolo del 1972, Moskowitz mostrò che un portafoglio SRI aveva sovraperformato il Dow Jones Industrials su base nominale, sebbene il periodo di tempo fosse breve. Studi seguenti mostrano grandi variazioni nella performance relativa. Allo stesso modo, molti, nella "comunità SRI", sono convinti che uno *screening* sociale, contribuisce, almeno in parte, all'ottima performance del Domini Social Index negli anni 90; tuttavia, la maggior parte dei tentativi di misurare i benefici dell'approccio SR sono falliti.

Nel seguito vengono illustrate sinteticamente le principali argomentazioni propugnate dai sostenitori della Moskowitz view. Poiché le valutazioni empiriche sui diversi fenomeni sono state effettuate, nella quasi totalità dei casi, da ricercatori diversi in momenti diversi, si è preferito procedere per punti. Per maggiori approfondimenti sui singoli temi si rimanda alla bibliografia citata.

**CSR è segno di Management competente:** molti autori sostengono che un comportamento socialmente responsabile sia un indicatore di competenza mana-

geriale (ad esempio, Alexander e Bucholtz [1982]). Questa affermazione, intuitiva applicando norme di senso comune, è stata dimostrata da Waddock e Graves [1999], che trovano una relazione positiva fra il *rating* sociale e il *rating* della qualità del board di Business Week. Waddock e Graves [1997b] individuano una relazione simile con la lista delle "Più Ammirate" di Fortune. Graves e Waddock [1999] valutano il livello di CSR delle aziende presenti nel libro "Built to Last", e trovano che hanno relazioni migliori con i dipendenti e *diversity records*. Tuttavia, queste ricerche sembrano esprimere una tautologia: l'azienda ha successo grazie a un management di buona qualità oppure il management è percepito di buona qualità grazie a una buona performance del titolo? In più, il *rating* sociale appare essere abbastanza stabile nel tempo, mentre la storia delle "più ammirate" di Fortune testimonia la natura transiente della reputazione del management.

**Catalizzatore per il cambiamento:** si trova in letteratura una qualche evidenza empirica (si veda per esempio Petzinger [1997]), secondo cui i programmi SRI, in particolar modo nell'area ambientale, possono stimolare l'efficienza operativa. Meyers e Nakamura [1980] suggeriscono una base teorica per questo effetto affermando che una regolamentazione ambientale sempre più stringente può portare ad un più elevato turn over del capitale. Russo [1997] e Feldman [1997] presentano argomenti teorici che aiutano a contestualizzare la discussione.

**Relazione con i dipendenti:** il caso della relazione con i dipendenti fornisce un esempio delle difficoltà incontrate dai ricercatori che cercano di dimostrare l'effetto del SRI. Esiste qualche giustificazione teorica per un tale progetto. Weitzman [1984] attribuisce il successo delle aziende giapponesi fino a quel momento alla loro condivisione del profitto e a politiche di non licenziamento. Krugman [1992] commenta che le aziende potrebbero pagare salari più alti e offrire benefici in cambio di lealtà da parte della loro forza lavoro.

Quest'idea contraddice il punto di vista convenzionale che i guadagni della forza lavoro necessariamente avvengano a costo degli azionisti, per la prima volta sottolineato da Hotelling nel 1932 (si veda Abowd [1989]). I recenti progressi nella ricerca sociale hanno permesso la realizzazione di studi sistematici dell'impatto sul mercato dei capitali di politiche di relazione con i dipendenti. Ci si aspetterebbe una relazione significativa fra le due variabili; sfortunatamente, molti studi non sono riusciti a dimostrarlo, in particolare Dilitz [1995a], che usò dati dal Council on Economic Priorities e altri materiali non pubblicati su dati di Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD).

Una volta illustrati i punti di vista principali, parrebbe ovvio che qualsiasi divergenza di opinioni potrebbe essere risolta esaminando la performance dei portafogli con *screening*. Se dovessero performare peggio dell'indice di mercato, allora la Markowitz view sarebbe verificata, viceversa, avrebbe ragione Moskowitz.

Il problema è che si osservano risultati contrastanti. La maggior parte degli studi suggeriscono che i portafogli con screening hanno circa lo stesso rendimen-

to aggiustato per il rischio delle loro controparti non soggette a screening. Dhrymes [1998] trova che, "complessivamente non ci sono differenze percepibili e consistenti nei rendimenti fra compagnie che si considerano socialmente responsabili". Un indice con *screening* come il Domini Social Index (DSI), ha ritorni nominali più elevati dello S&P 500 dalla sua creazione nel 1990, ma Di Bartolomeo [1996] trova che, dopo aver aggiustato per il rischio la sua performance torna in linea con quella di mercato. Hamilton, Jo, e Statman [1993] non trovano alcuna differenza nei ritorni fra fondi di investimento con *screening* e senza.

Queste osservazioni sollevano dubbi sia sulla Markowitz sia sulla Moskowitz views. Se è corretta la prima, come mai non osserviamo una performance costantemente peggiore? E se fosse invece più fondata la seconda, come mai non osserviamo una performance costantemente migliore? La tabella che segue riassume gli scenari possibili (Tabella 1).

Come si evince dalla Tabella, benché la Markowitz e la Moskowitz view occupino spesso posizioni contrapposte nel dibattito, alla luce degli studi effettuati,

Tabella n. 1

	<b>Markowitz Si</b> I mercati sono efficienti e gli investitori che possiedono un sottoinsieme del portafoglio di mercato devono incorrere in un costo di diversificazione.	<b>Markowitz NO</b> Gli investitori che possiedono un sottoinsieme del mercato non necessariamente incorrono in un costo di diversificazione.
<b>Moskowitz Si</b> Un portafoglio di aziende socialmente responsabili offre performance migliori di un portafoglio di aziende non socialmente responsabili.	<b>Perf<sub>SRI</sub> = Perf<sub>TRAD</sub></b> <b>Nessuna contraddizione:</b> I mercati finanziari sono sufficientemente efficienti e i portafogli SRI incorrono in un rischio di diversificazione, tuttavia i mercati sono sufficientemente inefficienti perché questo costo sia controbilanciato da un'anomalia SRI.	<b>Perf<sub>SRI</sub> &gt; Perf<sub>TRAD</sub></b> <b>Contraddizione:</b> il fatto che portafogli SRI non sembrano outperformare il benchmark di mercato rimane inspiegato.
<b>Moskowitz NO</b> Il livello di responsabilità sociale di un'azienda non ha alcun impatto sulla performance del suo titolo.	<b>Perf<sub>SRI</sub> &lt; Perf<sub>TRAD</sub></b> <b>Contraddizione:</b> il fatto che portafogli SRI non sembrano underperformare il benchmark di mercato rimane inspiegato.	<b>Perf<sub>SRI</sub> = Perf<sub>TRAD</sub></b> <b>Nessuna contraddizione:</b> I portafogli SRI hanno la stessa performance dei portafogli di mercato perché lo screening non introduce alcun costo di diversificazione e non ci sono <i>tradeable information effects</i> .

pare possibile considerarle come complementari. La vera posizione contrapposta è quella della casella NO/NO, secondo la quale non ci sarebbero costi di diversificazione o *tradable information effects*. Questa posizione ha pochi sostenitori e se avvalorata dalle ricerche avrebbe delle conseguenze rilevanti non solo per il campo SRI ma per chiunque interessato a capire e analizzare il modo in cui i mercati dei capitali processano le informazioni.

In conclusione, viste le difficoltà incontrate dai ricercatori nel dimostrare l'esistenza di un costo di diversificazione o un effetto positivo legato all'SRI, è lecito riflettere sul fatto che lo scenario "nessun effetto" possa meritare maggiore attenzione. Potrebbe anche essere che sia nella Markowitz che nella Moskowitz view vi siano elementi di verità: così, ad esempio, il DSI potrebbe soffrire per costi di diversificazione che potrebbero essere compensati dall'effetto dell'informazione. Ma se questo è vero, è anche vero che, se i mercati sono efficienti, l'effetto di informazione verrà assorbito dal mercato nel medio-lungo periodo mentre i costi di diversificazione sarebbero permanenti in portafogli *unadjusted* se vale il CAPM.

Allo stato dei fatti, sembra che i gestori che vogliono eliminare l'esposizione attiva dello *screening* sociale possano farlo senza incorrere in costi di rendimento mancato. Coloro che accettano un'esposizione attiva credendo che l'effetto SRI controbilanci i costi di diversificazione, non sono ancora riusciti a dimostrare che questa sia una strategia giusta.

#### *Aree di approfondimento*

Sono molte le domande ancora senza risposta in tema di investimenti socialmente responsabili e che hanno significative implicazioni teoriche. Le più rilevanti sono:

- **Portafogli di titoli obbligazionari:** eccezion fatta per il contributo di D'Antonio, Johnsen e Hutton (1997 e 1998), la ricerca sull'impatto di *screening* socio ambientali sulla performance degli investimenti, si è concentrata su panieri di titoli azionari.

- **Analisi fattoriale di social records:** molti ricercatori hanno trovato delle similarità fra i social records delle compagnie. Piani di condivisione del profitto e spese elevate in R&D spesso si osservano insieme, possibilmente a causa di influenze del settore. Usando una analisi fattoriale dei dati SRI, si potrebbero individuare gruppi di aziende con caratteristiche SRI simili, quindi valutarne le caratteristiche economico-patrimoniali-finanziarie, la performance storica relativa e il seguente *total return* di ogni gruppo. Questi risultati potrebbero essere di particolare interesse per coloro che sperano di usare i fattori sociali nell'analisi fondamentale delle aziende. Waddock e Graves (1997) forniscono uno dei pochissimi esempi di studi in quest'area.

- **Behavioural investing:** il campo in evoluzione degli studi in questa materia ha molti punti di contatto con l'SRI. Per usare le parole di Statman "i portafogli SRI potrebbero essere più appetitosi" di quelli non sottoposti a *screening* poiché, per definizione sono composti da aziende percepite essere migliori cittadini. Beal (1998) evidenzia come gli investitori in SRI pongono considerazioni socio-ambientali molto al di sopra di quelle finanziarie. Se questo risultato è vero, le aziende che superano gli *screening* sociali dovrebbero avere un costo del capitale più basso rispetto a quelle meno responsabili e questo dovrebbe essere osservabile.

- **Impatto del SRI sul comportamento delle imprese:** alcuni affermano che SRI ha un impatto minimo sul comportamento delle aziende. Tuttavia, come Pain (1997) ha osservato, le aziende dedicano risorse ingenti alla funzione dell'*investor relation*, il che farebbe pensare che tengono in considerazione la presenza di azionisti di minoranza nel loro capitale. Al contempo ci si aspetterebbe che queste aziende passino gli *screening* sociali. Su questo argomento non sono ancora stati fatti

studi importanti.

Al di là della raffinatezza delle analisi e delle ricerche che sono state qui citate, vale la pena di richiamare alcune considerazioni svolte in precedenza in ordine alla dimensione etica dell'SRI: come ricorda Peter Kinder "nessuno discute, per quanto ne sappia, l'importanza della performance finanziaria per ogni investitore. Né c'è chi dubiti che crei valore l'identificazione di variabili ambientali o sociali correlate alla prestazione di un titolo. Ma insisto: se l'SRI può essere compreso e spiegato in termini finanziari non richiede in alcun modo di essere giustificato da essi".

### 3.2 SRI BUSINESS CASE: IL CASO DELL'ENGAGEMENT

Gli studi empirici circa l'impatto dell'*engagement* sui fondamentali dell'azienda e le performance del suo titolo azionario mancano di una risposta chiara e conclusiva. C'è anche stata poca ricerca sugli effetti dell'*engagement* su tematiche SRI, la maggior parte della letteratura si concentra su casi negli Stati Uniti e in particolare su tematiche legate alla *corporate governance*. L'evidenza empirica mostra risultati non completamente coerenti. Mentre alcuni articoli hanno evidenziato una reazione di breve periodo da parte dei mercati dei capitali US all'annuncio di forme di attivismo, esiste poca evidenza degli effetti di lungo periodo sulla performance

del titolo e sui fondamentali dell'azienda. Alcune delle variabili identificate riflettono la scala dell'investimento originale nel monitoraggio e nell'intervento. Strategie di *engagement* molto costose possono comportare significativi vantaggi anche finanziari e possono talvolta ricordare le tattiche da *corporate raider* (scalatore). Strategie di *engagement* di basso costo tendono a cercare maggiori cambiamenti incrementali nel medio periodo in misure di performance come comportamento o politiche aziendali e per la maggior parte non provati. Una delle cause di questa confusione va ricercata nell'inadeguatezza della ricerca dedicata alle interazioni fra forme di attivismo private o co-operative e pubbliche (critiche). Solo pochi studi esaminano le motivazioni specifiche e gli obiettivi degli azionisti attivi in termini di strategia di investimento e misura di successo che si traducono in particolari approcci negoziali.

### 3.3 SRI BUSINESS CASE: IL CASO DEL SOCIAL VENTURE CAPITAL

I primi studi empirici circa l'impatto sulla performance finanziaria di un portafoglio SRI di *social venture capital* stanno iniziando a svilupparsi proprio in questi anni. Il *track record* delle aziende studiate fino ad adesso, è un'indicazione promettente che le *social-purpose ventures* possano generare ritorni finanziari che incontrino le aspettative degli investitori.

#### BIBLIOGRAFIA RAGIONATA

Tabella n.2 – Impatto atteso su tipiche esposizioni SRI

Effetto	Esposizione SRI	Impatto implicato	Studi significativi
<b>Size Effect</b>	Minore capitalizzazione	Neutrale? Positivo prima del 1981.	Banz [1981], Grossman e Sharpe [1986], Black [1993]
<b>Price/Book Ratio</b>	Più elevati P/B	Negativo	Fama e French [1992]
<b>Price/Earnings Ratio</b>	Più elevati P/E	Negativo	Dreman [1982], Dreman e Berry [1995]
<b>"Excellence" Ratios</b>	Più aziende "eccellenti"	Neutrale?	Clayman [1987, 1994]

Tabella n.3 – Studi rilevanti per investitori sociali

Screening Sociale	Presenza del singolo screening	Studi significativi
<b>Alcool</b>	Alta	Luck e Tigrani [1994]
<b>Tabacco</b>	Alta	Peterson et al [1996], Luck e Tigrani [1994]
<b>Gioco d'azzardo</b>	Alta	Luck e Tigrani [1994]
<b>Life Ethics</b>	Alta	Kurtz e Calderazzo [1997]
<b>Sud Africa</b>	Alta /Bassa	Posnikoff [1997], Wilk [1992], Grossman e Sharpe [1986]
<b>Nucleare</b>	Moderata	
<b>Test su animali</b>	Moderata	
<b>Diritti umani</b>	Moderata	
<b>Armi</b>	Moderata	Diltz [1995a]
<b>Ambiente</b>	Moderata	Russo [1998], Diltz [1995a], Muoghalu, Robison, e Glascock [1990], Meyers e Nakamura [1980]
<b>Relazioni con i sindacati</b>	Moderata	Bronars [1993], Blanchflower, Millward, e Oswald [1991], Abowd [1989]
<b>Diversity</b>	Bassa	Graves e Waddock [1999], Waddock e Graves [1999], Heisler [1998], Wright et al [1995], Ashenfelter e Hannan [1986]
<b>Profit Sharing</b>	Bassa	Kurtz e Luck [1999], Weitzman [1984]
<b>Layoffs</b>	Bassa	Clayman [1995], Worrell, Davidson, e Sharma [1991]
<b>Spese in R&amp;D</b>	Bassa	Hall [1993], Lach e Schorkerman [1989], Woolridge [1988], Jarrell, Lehn, e Marr [1985]
<b>Product Liability</b>	Bassa	Dowdell, Govindaraj, e Jain [1992]
<b>Compensi degli executive</b>	Bassa	Crystal [1989-99], Crystal [1999]
<b>Corporate Crime</b>	Bassa	Davidson [1988]
<b>Donazioni</b>	Bassa	Waddock e Graves [1997b], Goodpaster [1991], Navarro [1988]
<b>Chiusura degli impianti</b>	Bassa	Clayman [1995], Clinebell e Clinebell [1994], Blackwell, Marr, e Spivey [1990]
<b>Sud Africa</b>	Minima	Teoh [1999], Wokutch [1998], Posnikoff [1997], Grossman e Sharpe [1986], Rudd [1979]

## Parte III

# Il processo di investimento di un FP

I paragrafi che seguono intendono proporre dei suggerimenti pratici e dettagliati, utili ai FP, per affrontare l'intero processo di investimento attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari socialmente responsabili. Va da sè che ognuno di questi suggerimenti andrà poi adattato alle esigenze di ogni singolo caso.

**GUIDA ALLA LETTURA**

### LE BARRIERE ALLA DECISIONE

Non so, non conosco	Conosco, ma non voglio	Conosco, vorrei, ma non posso	Conosco, vorrei, potrei, ma non so come fare
---------------------	------------------------	-------------------------------	--

#### PARTE I: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): CHE COS'È

- ▼ SRI: nascita e significato
- ▼ Screening negativo e positivo
- ▼ Engagement
- ▼ Community investing
- ▼ Social venture capital
- ▼ Soggetti attivi nell'SRI
- ▼ SRI in Italia e in Europa
- ▼ Aspetti giuridici

#### PARTE II: IL SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI): PERCHÉ

- ▼ Approfondimento sul concetto di "finanza etica" e "investimenti socialmente responsabili"
- ▼ I doveri fiduciari
- ▼ Business case

### LE BARRIERE ALL'AZIONE: UN POSSIBILE PROCESSO DI INVESTIMENTO PER FONDI PENSIONE

Decido di adottare politiche SRI	Definisco approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio	Scelgo la filosofia di fondo	Scelgo il livello di personalizzazione	Individuo i criteri	Scelgo il gestore	Controllo il rispetto dei criteri	Comunico con stakeholder
----------------------------------	---	------------------------------	--	---------------------	-------------------	-----------------------------------	--------------------------

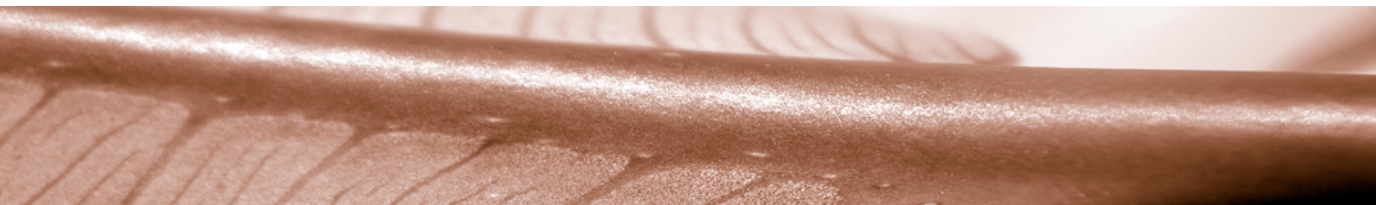
**Condivisione con i propri stakeholder**

#### PARTE III: IL PROCESSO DI INVESTIMENTO

- ▼ Una visione d'insieme
- ▼ Condivisione con i propri stakeholder
- ▼ Definizione dell' approccio: SRI su totalità vs quota portafoglio
- ▼ Scelta della "filosofia di fondo"
- ▼ Scelta del livello di personalizzazione della gestione socialmente responsabile
- ▼ Individuazione dei criteri
- ▼ Scelta del gestore
- ▼ Controllo dell'attività del gestore
- ▼ Comunicazione e trasparenza verso gli stakeholders

# Parte III

## Il processo di investimento di un FP



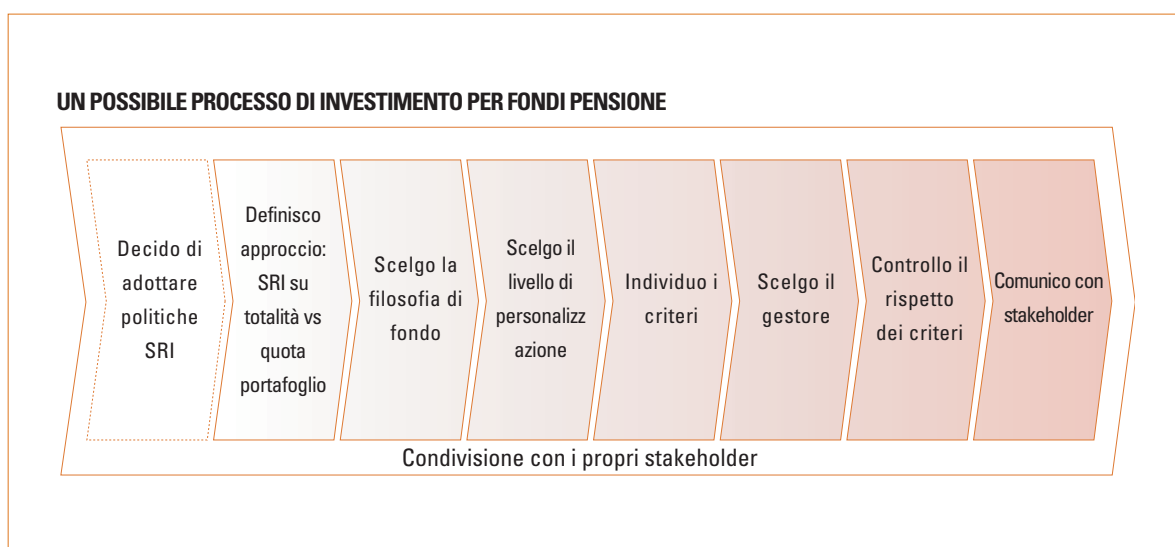
### 1. IL PROCESSO DI INVESTIMENTO PER FONDI PENSIONE, UNA VISIONE D'INSIEME

Le indicazioni che seguono si focalizzano su un possibile processo di investimento dei FP negoziali (in questo documento con il termine "FP negoziali" si fa riferimento ai FP ex d.l. 124/93 art. 3 e 4) nell'adozione di politiche di investimento socialmente responsabili. Questa scelta metodologica è dettata dal fatto che la loro *governance* è particolarmente articolata rispetto a quella di altri FP; perciò, in qualche misura si può dire che questo processo possa essere in parte applicato a fondi pensione aperti e preesistenti.

### 2. CONDIVISIONE CON I PROPRI *STAKEHOLDER*

Questa fase viene rappresentata in modo trasversale al processo di investimento poiché più che un passaggio di un processo, dovrebbe essere un vero e proprio percorso parallelo. In teoria, cioè, il coinvolgimento degli *stakeholder* principali, gli aderenti al FP, dovrebbe rappresentare un elemento costante nella conduzione del fondo stesso, nei limiti delle competenze e delle responsabilità degli organi statutari e dei fornitori di servizi.

In realtà, poiché già l'introduzione di politiche di SRI appare, nella prassi corrente, un evento piuttosto raro, l'attivazione di meccanismi di informazione e codecisione con gli aderenti appare effettivamente un



traguardo riservato a casi di assoluta eccellenza. Nondimeno, trattandosi di un elemento importante e, in una certa misura, qualificante, va considerato.

Consapevoli di trovarci in uno stadio di avvio del movimento, potrebbe risultare interessante per un FP testare alcune forme di consultazione meno impegnative, per esempio attraverso l'utilizzo di panel o di inchieste su campioni ristretti. Peraltro, l'obbligo di comunicazione periodica che è di imminente introduzione con la prossima riforma (secondo modalità specifiche ancora da definire), potrà produrre delle reazioni da parte degli aderenti la cui elaborazione rappresenta pur sempre una forma di *stakeholder assessment*, sia pur indiretta.

### 3. DEFINIZIONE DELL'APPROCCIO: SRI SULLA TOTALITÀ O SU UNA PORZIONE DEL PORTAFOGLIO

Il problema iniziale che un FP si può trovare ad affrontare risiede nella scelta tra l'applicare criteri di SRI all'intero portafoglio piuttosto che ad una parte di esso.

Una prima argomentazione potrebbe riguardare la "coerenza della scelta": che l'SRI venga introdotto per ragioni di tipo etico o invece di pura gestione del rischio, non c'è motivo per non applicarlo a tutto il patrimonio gestito. Il che è a dire: se "ci si crede", non lo si può fare solo in parte. Analogamente, se si intravede nell'SRI uno strumento di creazione di valore, non si capisce perché una parte del portafoglio non dovrebbe utilizzarlo.

Tuttavia la gestione del patrimonio di un FP può richiedere un approccio combinato, ossia, decidere di investire con criteri di responsabilità sociale solo una quota del patrimonio che costituisce il "nocciolo duro" con obiettivi di lungo periodo e lasciare una cintura mobile da investire secondo logiche di breve periodo.

Gli esempi presenti fino ad ora in Italia hanno

anche mostrato come, una strada percorribile sia quella di iniziare applicando una metodologia di SRI ad una quota del portafoglio, valutarne per un certo numero di anni la performance finanziaria e in seguito, raffrontando la performance del portafoglio con un *benchmark* tradizionale coerente, si decida di estendere l'approccio SRI alla totalità del portafoglio.

Nel caso, poi, del multicomparto, la scelta di creare uno specifico comparto "etico" appare non solo in contrasto con l'esigenza di coerenza di cui sopra, ma pone ulteriori questioni relative alla natura stessa dello strumento: il multicomparto, infatti, nasce con l'idea di offrire gestioni con livelli di rischio/rendimento attesi differenziati a seconda della propensione al rischio degli aderenti. L'introduzione di criteri SRI, proprio perché neutra rispetto a profili di natura propriamente finanziaria, ha bisogno di "appoggiarsi" ad una struttura predefinita, col risultato che l'aderente interessato ad una gestione SRI si vedrebbe indirizzato verso un tipo di gestione potenzialmente incoerente con le proprie caratteristiche ed esigenze in termini di profili di rischio-rendimento.

Diverse sono le implicazioni che porta con sé la scelta di inserire politiche di investimento socialmente responsabili alla totalità del portafoglio o in un suo sottoinsieme. Si badi che la scelta che si effettua in questa fase ha delle ricadute importanti su tutte le fasi del processo che seguono, e, in prima istanza, sull'opportunità di un maggiore o minore livello di personalizzazione della gestione, sui relativi costi in termini economici e di tempo relativi alla definizione dei criteri, condivisione con i propri aderenti e sul controllo dell'attività del gestore.

### 4. SCELTA DELLA "FILOSOFIA DI FONDO"

Nella fase iniziale è opportuno prendere alcune decisioni discriminanti, dal cui orientamento dipende poi lo sviluppo di tutti i passaggi successivi, relativamente al fatto di introdurre o meno politiche di *enga-*

gement e al taglio che si intende dare ai criteri da utilizzare per lo *screening*: in altri termini, occorre che il FP faccia chiarezza sul sistema etico di riferimento, sia esso ispirato a principi di carattere ambientale, sociale, religioso.

Come è stato appena detto, una scelta preliminare è rappresentata dall'intenzione di applicare criteri di SRI alla composizione del portafoglio e/o all'esercizio dei diritti di voto. Non si tratta in realtà di alternative che si escludono mutuamente: molti FP fanno sia l'una che l'altra cosa; ma, certamente, il fatto di indirizzarsi verso una sola delle due prospettive o verso entrambe comporta implicazioni profondamente diverse.

Analogamente, occorre fin da subito avviare una riflessione interna al FP per stabilire un orientamento generale di ordine etico. Come è stato altrove ampiamente spiegato, non esistendo una definizione univoca di che cosa si debba intendere per "impresa socialmente responsabile," è necessario mettere a punto uno schema di riferimento ideale cui ricondurre le scelte specifiche. In altri termini, prima di arrivare a definire i criteri di dettaglio, serve chiarire quale sia il *framework* ideologico in cui ci si riconosce. Nel mondo dei fondi di investimento SRI, per esempio, è possibile individuare "cluster" di prodotti la cui politica di investimento si ispira ad una morale religiosa; altri che enfatizzano la dimensione ambientale della sostenibili-

tà; altri ancora che focalizzano l'attenzione su temi più propriamente sociali. Ovviamente, tra queste aree non ci sono confini netti, le aree di sovrapposizione sono potenzialmente molto ampie ed è possibile pensare ad una "filosofia combinata," decidendo così di tenere conto, in modo integrato, di questioni ambientali, sociali e morali. Poiché, di solito si parte da una *tabula rasa*, è necessario accettare delle approssimazioni anche grossolane, giusto per avviare un processo di successivi miglioramenti.

La scelta di fare o non fare *engagement* nella forma della votazione in assemblea o nella presentazione di risoluzioni, merita un approfondimento. Per quanto riguarda i FP negoziali, la normativa è chiara nell'attribuire al FP la titolarità dei diritti di voto; così come la possibilità di delegare in forma scritta il gestore all'esercizio dei diritti di voto per ogni assemblea.

Diverso è il discorso nel caso in cui si decida di sviluppare forme di dialogo e di pressione meno dirette. Non risultano esistere vincoli di legge che impediscano la pratica di questa forma di *engagement*, né che la vincolino al rispetto formale di prassi definite.

Da ultimo, vogliamo ricordare in questa fase la riforma previdenziale in atto, la quale, se confermerà la destinazione alla previdenza complementare dei flussi di TFR, darà un impulso molto forte in termini di "peso" dell'intero settore, che visto l'attuale limitato

#### RIFERIMENTI NORMATIVI: FP NEGOZIALI E APERTI

**DECRETO 21 novembre 1996 n. 673.** *Regolamento recante norme sui criteri e sulle modalità per la gestione delle risorse dei FP da parte di società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare aperti.*

Art 1 comma 2.

Le società provvedono, nell'interesse del FP, alle negoziazioni e all'esercizio dei diritti inerenti agli investimenti di pertinenza del FP, nel rispetto delle norme previste per la negoziazione di valori mobiliari dalla disciplina di settore e fermo restando che è attribuita in ogni caso al FP la titolarità dei diritti di voto per i valori mobiliari nei quali sono investite le risorse del FP medesimo.

**RIFERIMENTI NORMATIVI**

**Deliberazione COVIP del 7 gennaio 1998.** *Schema di convenzione per la gestione delle risorse: fp in regime di contribuzione definita*

*Art. 6 - Diritto di voto*

1. La titolarità del diritto di voto inerente ai valori mobiliari oggetto della gestione spetta, in ogni caso, al FONDO.
2. Il GESTORE si impegna a rilasciare al FONDO la documentazione necessaria per l'esercizio del diritto di voto.
3. La rappresentanza del FONDO per l'esercizio del diritto di voto, può essere conferita al GESTORE, con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea. Il voto sarà esercitato secondo le istruzioni vincolanti impartite dal FONDO, anche con riguardo a più assemblee.

ammontare dell'attivo destinato alle prestazioni, trova un impedimento congenito alla possibilità di impostare azioni efficaci in sede di *engagement*.

**5. SCELTA DEL LIVELLO DI PERSONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE SRI**

Un'altra decisione da prendere fin dalle prime battute è relativa all'originalità dell'approccio SRI che il FP vuole intraprendere.

Va da sé che individuare autonomamente il set di criteri più adatti alla propria identità e alla propria storia, nonché compatibili con il miglior rendimento finanziario possibile, richiede competenze specifiche che, ove non fossero disponibili all'interno del FP, dovranno essere acquisite attraverso la consulenza di un *advisor* esterno.

Benché in linea di principio all'aumentare della personalizzazione del servizio aumenti lo sforzo richiesto al gestore, non necessariamente questo maggiore onere viene ribaltato sul cliente in termini di prezzo del servizio, che può dipendere dalle politiche commerciali di questi; è quindi consigliabile una negoziazione caso per caso anche in relazione agli aspetti di personalizzazione del servizio SRI.

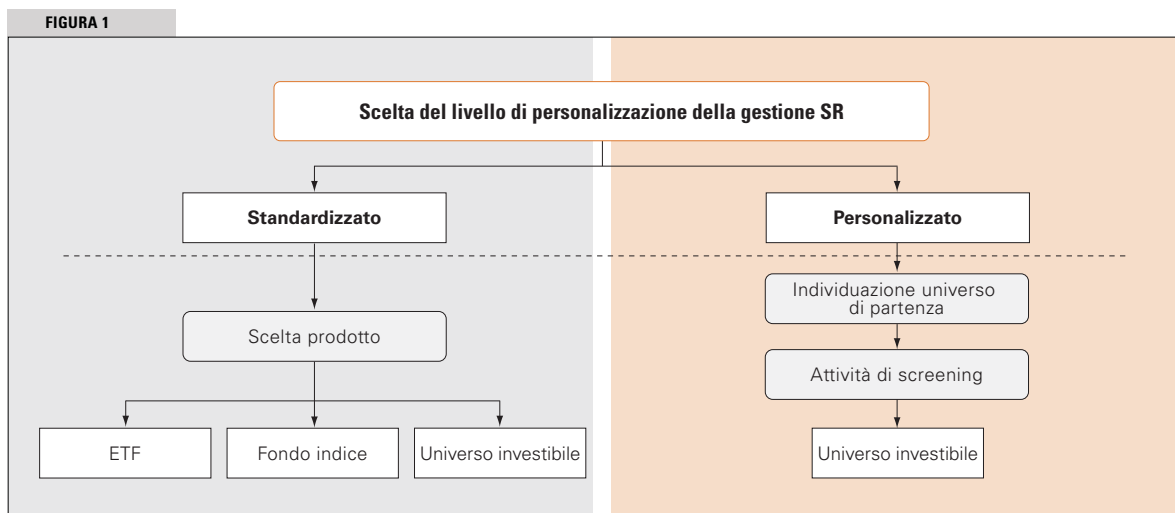
Segnaliamo, inoltre, che la scelta intrapresa in questa fase non potrà non impattare in modo significativo sulla

selezione del gestore, poiché non tutti i gestori sono in grado di fornire prodotti altamente personalizzati.

*Gli approcci possibili*

In linea di principio, è possibile mutuare **soluzioni standardizzate**, (cfr. fig. 1) adottando "pacchetti" più o meno completi: il mercato offre infatti un'ampia possibilità di scelta tra ETF, fondi indice o universi investibili. Ognuno di questi prodotti è il frutto di una diversa metodologia di *screening* che può prevedere una combinazione di diversi criteri negativi, positivi, *best in class*. Diversi sono anche i criteri di *screening* usati che possono accentuare maggiormente di volta in volta gli aspetti sociali, ambientali o etico-religiosi. In questo caso, è quantomeno auspicabile che il FP proceda ad un'analisi approfondita dei criteri usati nella costruzione dell'indice, al fine di valutarne la coerenza con la scelta fatta in precedenza sulla filosofia di fondo che si intende seguire. Per un quadro dei principali indici presenti sul mercato si rimanda all'Appendice.

È possibile individuare, in alternativa, un **approccio personalizzato** della gestione SRI del patrimonio di un FP (cfr. fig.1). Tale approccio può essere ricondotto ad un processo che inizia con la definizione dell'universo di partenza, coerente con il mandato di gestione; ad esempio, per un mandato azionario europa, sarà la lista



dei titoli quotati sui mercati europei. Questo insieme di titoli dovrà poi passare attraverso il filtro dell'attività di *screening*, basata su una metodologia e su criteri personalizzati, che genererà poi l'universo investibile, ossia la lista dei titoli che potranno entrare nel portafoglio del FP.

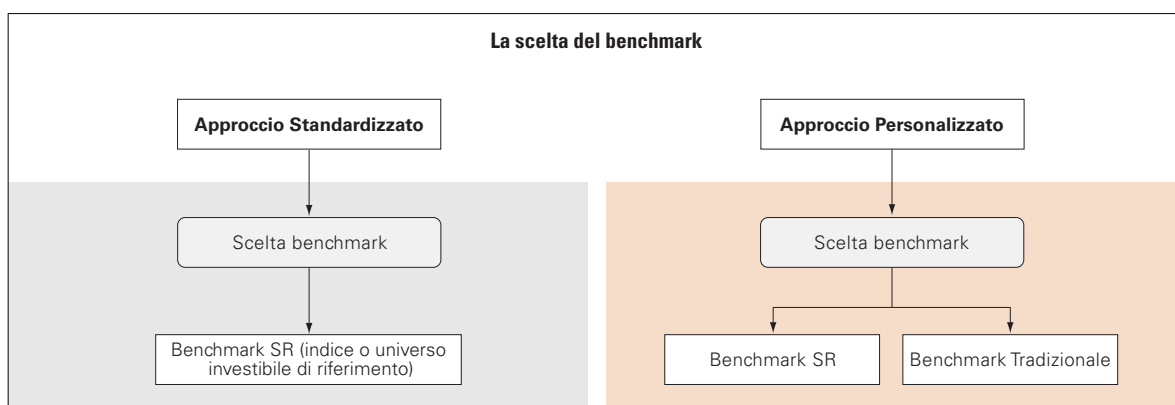
Per entrambe le ipotesi sarà altresì necessario individuare un *benchmark*. La deliberazione COVIP 30/12/98 richiede infatti che "...per la verifica dei risultati della gestione, i FP negoziali di cui all'art. 3 del decreto 124 inseriscono nella convenzione di gestione parametri oggettivi e confrontabili (*benchmark*) definiti facendo riferimento a indicatori finanziari di comune utilizzo."

Nel caso in cui si siano scelte **soluzioni standardizzate**, la scelta del *benchmark* è in qualche misura obbligata e non potrà che ricadere sull'indice o l'universo investibile replicato dal fondo indice o ETF o universo investibile nei quali si è deciso di investire.

Nel caso in cui la scelta sia ricaduta su un **approccio personalizzato** della gestione SRI, è opportuno riflettere sulle due ulteriori opzioni di massima che si hanno a questo punto: cioè tra un *benchmark* "tradizionale", costituito da titoli che non sono stati sottoposti ad alcun filtro (*screening*) socio-ambientale, e un *benchmark* "SRI", costituito da titoli che sono stati sottoposti e hanno superato un filtro (*screening*) socio-ambientale (cfr. fig.2).

Come procedere alla scelta? Nella citata delibera del 30/12/98, COVIP illustra i quattro requisiti fondamentali che i *benchmark* devono avere per ottenere l'autorizzazione preventiva delle convenzioni di gestione, (cfr. più avanti il testo integrale della delibera).

Di seguito si fornisce un'analisi schematica delle criticità/opportunità che le due scelte offrono in relazione ad ogni singolo criterio menzionato nella delibera COVIP.



**FIGURA 2**

Requisiti del <i>benchmark</i>	Analisi
<p><b>COERENZA</b> (rispetto alla politica di investimento stabilita nello statuto o nel regolamento)</p>	<p>Poiché l'accento delle delibera COVIP di pertinenza (Delibera del 18/06/97 e Delibera del 16/09/97, cfr oltre) in merito alle indicazioni da inserire nello Statuto o nel Regolamento, è sui criteri di individuazione del rischio, in linea di principio, sia il <i>benchmark</i> tradizionale che quello SR rispettano il requisito della coerenza.</p>
<p><b>RAPPRESENTATIVITÀ</b> (in modo da rappresentare adeguatamente le opportunità di investimento disponibili sul mercato)</p>	<p>Questo requisito pone diversi tipi di criticità. Benchmark SR: la rappresentatività è legata ai criteri di <i>screening</i> utilizzati dal <i>benchmark</i> che dovranno essere coerenti o per meglio dire coincidenti con quelli utilizzati dal FP. Poiché in questa sede stiamo parlando di un approccio personalizzato e quindi di una gestione che non replica l'indice, sarebbe opportuno avvalersi di <i>benchmark</i> SR personalizzato. I <i>benchmark</i> tradizionali sono rappresentativi delle opportunità di investimento del mercato in quanto poi starà al gestore, secondo un'analisi finanziaria-sociale-ambientale andare ad individuare le società più interessanti appartenenti all'universo di partenza che sarà coerente con il <i>benchmark</i>.</p>
<p><b>TRASPARENZA</b> (con riferimento alla chiarezza delle regole di calcolo e alla facilità di accesso ai dati relativi all'andamento degli indicatori cui il <i>benchmark</i> fa riferimento)</p>	<p>Questo requisito chiama in causa caratteristiche generali e indipendenti delle due tipologie di <i>benchmark</i>. La trasparenza va infatti valutata caso per caso, in riferimento ai processi interni di costruzione dell'indice e alle prassi di comunicazione verso l'esterno di questi stessi processi così come dei <i>constituencies</i>. In linea di principio quindi, sia <i>benchmark</i> tradizionali che SR soddisfano questo requisito.</p>
<p><b>OGGETTIVITÀ</b> (con riferimento all'esigenza che gli indicatori cui fa riferimento il <i>benchmark</i> devono essere di comune utilizzo e calcolati e diffusi da soggetti di indiscussa reputazione e terzi rispetto al gestore)</p>	<p>Al pari del criterio della trasparenza, quello dell'oggettività è un requisito che pare slegato dalla caratterizzazione SR/tradizionale del <i>benchmark</i>. Possiamo quindi affermare che, in linea di principio, entrambi i tipi di <i>benchmark</i> soddisfano questo requisito.</p>

#### RIFERIMENTI NORMATIVI: FP NEGOZIALI

##### **Deliberazione del 18 giugno 1997 COVIP.** *Orientamenti in materia statutaria*

###### *Titolo 6° - Gestione del patrimonio*

###### 1. Criteri di impiego delle risorse finanziarie

...In relazione all'impiego delle risorse finanziarie realizzato attraverso convenzione con i soggetti gestori abilitati, lo statuto, per la scelta degli investimenti, è tenuto ad indicare, a norma dell'art.6, comma 4-quinquies, del decreto, "...i criteri di individuazione e ripartizione del rischio...". Al riguardo i criteri sanciti dall'art.2, comma 1, del decreto del Ministro del tesoro 703/96 costituiscono una formalizzazione dei suddetti criteri, che la legislazione secondaria ha inteso rendere cogente per tutti i fondi pensione. Peraltro, laddove lo statuto realizzi al riguardo un'ulteriore regolamentazione, si tratterà di *contemplare principi di riferimento e forme di orientamento generali*, demandando all'organo di amministrazione le prerogative in merito alla definizione delle relative politiche di investimento. Si ritiene, infatti, che le norme statutarie debbano favorire un'articolazione dei poteri che conferisca *elasticità e rapidità alle decisioni dell'organo di amministrazione, che non possono trovare ostacoli alla loro azione in rigide e tassative prescrizioni delle norme statutarie...*"

**RIFERIMENTI NORMATIVI: FP APERTI IN REGIME DI CONTRIBUZIONE DEFINITA**

**Deliberazione del 16 settembre 1997 COVIP.** *Orientamenti in materia regolamentare*

*Titolo 6° - Gestione del patrimonio*

1. Criteri di impiego delle risorse finanziarie

...Il regolamento deve specificare le linee di impiego delle risorse, con particolare riferimento alle eventuali forme di garanzia di prestazione minima, ai limiti massimi di investimento riferiti alle diverse tipologie di attività finanziarie, *in modo che emerga il profilo di rischio e rendimento del fondo.*

In coerenza con i criteri stabiliti dalla Commissione di vigilanza sulla base dell'art.2, comma 2, del decreto del Ministro del tesoro n.703/96, il regolamento specifica che i parametri oggettivi e confrontabili adottati per la valutazione dei risultati di gestione in termini di rendimento e rischiosità saranno resi noti preventivamente agli aderenti.

**RIFERIMENTI NORMATIVI: FP NEGOZIALI**

**Deliberazione del 30 dicembre 1998 COVIP.** *Disposizioni in materia di parametri oggettivi di riferimento per la verifica dei risultati della gestione dei fondi pensione*

Art. 1

Per la verifica dei risultati della gestione, i fondi pensione negoziali di cui all'art.3 del decreto 124/93 inseriscono nella convenzione di gestione parametri oggettivi e confrontabili (benchmark) definiti facendo riferimento a indicatori finanziari di comune utilizzo. In sede di autorizzazione preventiva delle convenzioni di gestione, la Commissione di vigilanza accerta che i benchmark prescelti possiedono i seguenti requisiti:

- a) *coerenza* rispetto alla politica di investimento stabilita nello statuto o nel regolamento;
- b) *rappresentatività*, con riferimento all'esigenza che il benchmark sia costruito in modo da rappresentare adeguatamente le opportunità di investimento disponibili sul mercato;
- c) *trasparenza*, con riferimento alla chiarezza delle regole di calcolo e alla facilità di accesso ai dati relativi all'andamento degli indicatori cui il benchmark fa riferimento;
- d) *oggettività*, con riferimento all'esigenza che gli indicatori cui fa riferimento il benchmark devono essere di comune utilizzo e calcolati e diffusi da soggetti di indiscussa reputazione e terzi rispetto al gestore.

Art. 2

I soggetti che istituiscono fondi pensione aperti di cui all'art.9 del decreto 124 /93 comunicano alla Commissione di vigilanza i benchmark che intendono utilizzare per la valutazione dei risultati della gestione nel corso della procedura di approvazione del regolamento o, al più tardi, non appena ricevuta l'autorizzazione all'istituzione. I fondi pensione aperti comunicano preventivamente alla Commissione ogni modifica dei benchmark.

La Commissione di vigilanza accerta che i benchmark prescelti per la verifica dei risultati della gestione dei fondi pensione aperti siano definiti secondo i criteri indicati nell'art.1.

## 6. INDIVIDUAZIONE DEI CRITERI

L'individuazione dei criteri, sia nel caso dello *screening* che dell'*engagement*, rappresenta la fase tecnicamente più complessa del processo, perché richiede di affrontare in modo approfondito questioni di carattere tecnico ed etico piuttosto circostanziate.

Nella prassi, quando un FP non decide di adottare un set di criteri già elaborati (v. paragrafo precedente) avvia una consultazione interna, spesso informale, coinvolgendo il CdA (in alcuni casi nella sua interezza, in altri nelle persone di alcuni Consiglieri più preparati o interessati) e il management. Questa istruttoria serve a mettere a punto una proposta che poi deve essere valutata dal CdA e formalmente approvata.

Spesso alla definizione della proposta contribuiscono anche gli eventuali consulenti o i gestori dei cui servizi il FP si serve. In particolare, il ruolo di questi soggetti esterni è utile a far comprendere le implicazioni sul piano della gestione finanziaria che possono derivare dalle scelte di SRI. Per esempio, il fatto di escludere i titoli del debito pubblico di paesi che prevedono la pena di morte, può comportare un significativo restringimento dell'universo investibile. Si tratta, insomma, di effettuare delle simulazioni per essere certi che l'adozioni di determinati criteri etici non renda di fatto impossibile l'efficiente allocazione delle risorse. Certamente, si tratta di un difficile bilanciamento: se, da un lato, non si dovrebbe derogare ad un principio è ritenuto importante solo per questioni di mera contingenza, dall'altro è evidentemente impraticabile un approccio che non garantisca anche la sostenibilità economica dello strumento.

Da un punto di vista tecnico, l'utilizzo di criteri di SRI da parte dei FP negoziali italiani deve tenere conto, fra le altre cose, del divieto di gestione diretta (cfr. art. 6 d.lgs. 124/93). I FP di nuova istituzione infatti, gestiscono le proprie risorse mediante convenzioni di gestione poste in essere ai sensi dell'art. 6 comma 1 lett. a), b) e c). La convenzione di gestione dovrà definire in modo preciso che cosa si possa considerare

SRI. In altre parole, i *desiderata* del FP dovranno essere tradotti in convenzione in modo fedele da parte del CdA dei singoli FP. Tale indicazione dovrà necessariamente avvenire *ex ante* ed *una tantum*. In questo modo tali indicazioni entreranno, sia pure in senso lato, nella definizione dell'*asset allocation* strategica e non violeranno il divieto di gestione diretta.

## 7. SCELTA DEL GESTORE

Gli elementi che devono essere presi in considerazione nella selezione del gestore variano naturalmente in relazione al tipo di servizio che viene loro richiesto: più elaborato e complesso l'approccio, maggiore la professionalità e la specializzazione richiesta. Per esempio, nel caso si assegni al gestore un universo investibile predefinito, sarà sufficiente stabilire delle procedure di controllo affidabili; viceversa, se il mandato prevede che il gestore svolga delle attività di *screening*, occorrerà verificare se abbia dei team di ricerca all'altezza del compito o se si serva di agenzie di rating sociale esterne qualificate. Di seguito, indichiamo alcuni indicatori che possono risultare utili:

1. nel caso di scelta prodotto SRI standardizzato:
  - attenzione all'ampiezza dell'offerta di prodotti simili da parte del gestore
2. nel caso di scelta di una gestione SRI personalizzata, va prestata attenzione:
  - alla disponibilità di servizi di ricerca sulla responsabilità sociale degli emittenti in termini di qualità e quantità, sia essa frutto del lavoro di un team esterno o interno;
  - alla competenza e all'esperienza del team di gestione, ad esempio attraverso l'analisi dell'asset SRI gestito e della durata della gestione;
  - al processo di costruzione del portafoglio, ai meccanismi di controllo interno/esterno e ai soggetti coinvolti;
  - alla flessibilità dell'offerta del gestore e alla protezione da eventuali conflitti di interesse.

**RIFERIMENTI NORMATIVI: FP NEGOZIALI**

**Deliberazione del 9 dicembre 1999 COVIP.** Istruzioni per il processo di selezione dei gestori delle risorse dei Fondi Pensione

*Art. 3 - Deliberazioni preliminari*

1. L'organo di amministrazione del Fondo compie preliminarmente, anche in coerenza con le previsioni statutarie, le scelte generali riguardanti la gestione delle risorse del Fondo, avuto riguardo alle caratteristiche della popolazione di riferimento e ai relativi bisogni previdenziali, nonché alla dimensione del patrimonio e alle sue prospettive di crescita,...

2. Con riferimento ai singoli Incarichi, il Fondo definisce gli obiettivi e le modalità gestionali in coerenza dei quali condurre la selezione dei gestori. Tali obiettivi e modalità possono fare riferimento all'orizzonte temporale degli investimenti, alle tipologie di investimenti (anche con riguardo alle classi di attività finanziarie, alle aree geografiche e alle categorie di emittenti), agli stili di gestione, ai benchmark, alle eventuali garanzie di risultato e, comunque, ad ogni elemento utile ai fini della qualificazione della gestione sotto i profili del rischio e del rendimento.

4. Il Fondo determina altresì le modalità di svolgimento del processo di selezione, deliberando infine, sulla base delle determinazioni assunte, il testo del Bando di cui all'art.5 e del questionario di cui all'art.6.

**RIFERIMENTI NORMATIVI**

**d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124**

Per la stipula delle convenzioni, i competenti organismi di amministrazione dei fondi individuati ai sensi dell'articolo 5, comma 1, terzo periodo richiedono offerte contrattuali, per ogni tipologia di servizio offerto, attraverso la forma della pubblicità notizia su almeno due quotidiani tra quelli a maggiore diffusione nazionale o internazionale a soggetti abilitati

c) prevedere l'attribuzione in ogni caso al FP della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità del fondo medesimo.

**RIFERIMENTI NORMATIVI**

**Deliberazione 9 dicembre 1999 COVIP.** Istruzioni per il processo di selezione dei gestori delle risorse dei Fondi Pensione

*Art. 4 - Criteri per la presentazione dei risultati*

1. Il Fondo richiede che i Candidati presentino i risultati conseguiti nell'attività di gestione:

- con riferimento a tutti i portafogli gestiti in maniera discrezionale e per conto terzi coerenti con gli obiettivi prefissati dal Fondo e con la tipologia dell'Incarico, includendo anche quelli non più attivi ed escludendo quelli di dimensioni inferiori a una soglia minima scelta avuto riguardo alla natura dell'Incarico; i portafogli sono aggregati in uno o più gruppi secondo criteri di omogeneità;

(segue)

- valutando i portafogli a prezzi di mercato;
- con riferimento a un orizzonte pluriennale sufficientemente ampio, individuato anche tenuto conto dell'Incarico specificato nel Bando, con l'indicazione almeno dei rendimenti annuali per ciascun anno;
- utilizzando, per il calcolo dei rendimenti, una metodologia del tipo "time weighted", al fine di neutralizzare l'effetto dei flussi di liquidità sui portafogli;
- al lordo e al netto delle commissioni di gestione e degli oneri fiscali;
- per ogni gruppo di portafogli, come media dei risultati conseguiti dai singoli portafogli ponderata per il valore di ciascuno, con l'indicazione di misure della dispersione dei rendimenti dei singoli portafogli rispetto alla media stessa.

2. Il Fondo richiede anche che i Candidati forniscano:

- la lista dei portafogli di cui vengono presentati i risultati e di quelli eventualmente esclusi indicandone il valore e, in modo sintetico, la tipologia;
- con riferimento ai gruppi di portafogli di cui vengono presentati i risultati:
- informazioni sulla loro composizione (per tipologia di strumenti, per area geografica, ecc. );
- informazioni sull'utilizzo di strumenti derivati e sulla copertura del rischio di cambio;
- misure della volatilità dei rendimenti conseguiti ed altri usuali indicatori di rischio.

3. Può inoltre risultare utile che il Fondo richieda il confronto dei risultati presentati con *benchmark* coerenti con le caratteristiche dei portafogli di cui vengono presentati i risultati.

4. Nella fase di prima applicazione delle presenti disposizioni, il Fondo richiede che le imprese di assicurazione, la cui attività di gestione svolta secondo le modalità di cui all'art.6, comma 1, lett. b) del Decreto sia scarsamente significativa, presentino anche i risultati delle gestioni separate, da indicare distintamente.

5. Il Fondo richiede che i Candidati segnalino, in ogni caso, gli eventuali scostamenti dei criteri utilizzati nel calcolo dei risultati presentati rispetto a quelli sopra specificati, indicando le relative motivazioni.

#### Art. 5 - Bando

1. Il Fondo è tenuto alla pubblicazione, su almeno due quotidiani tra quelli a maggiore diffusione nazionale o internazionale, di una richiesta di offerte per la gestione delle risorse. Il testo del Bando deve comunque contenere le seguenti indicazioni:

- la denominazione del Fondo;
- l'ammontare delle risorse del Fondo da affidare in gestione (facendo riferimento eventualmente anche a quelle prevedibili nel breve periodo);
- l'Incarico o gli Incarichi per i quali viene pubblicata la richiesta di offerta, definiti in relazione agli obiettivi e modalità di gestione determinati dal Fondo e sinteticamente riportati nel Bando;
- i requisiti che i Candidati devono possedere;
- il numero o numero massimo di gestori richiesti con riferimento a ciascuna tipologia di Incarico;
- la durata dell'Incarico o degli Incarichi;

(segue)

- l'ammissibilità di deleghe gestionali;
- la sintesi degli elementi che sono contenuti nel questionario e che saranno presi in considerazione ai fini della valutazione delle candidature;
- le modalità di svolgimento del processo di selezione;
- le modalità e i termini per la presentazione del questionario.

*Art. 6 - Questionario*

1. Il Fondo predispone un questionario per la raccolta di elementi rilevanti ai fini della selezione, determinati nelle deliberazioni preliminari. Esso viene reso disponibile al momento della pubblicazione del Bando.

2. Il Fondo, nel caso in cui abbia ammesso deleghe gestionali, richiede di specificare l'intenzione di avvalersi di tale facoltà, la denominazione dei soggetti da delegare, i rapporti con gli stessi, le motivazioni e l'oggetto della delega, nonché il possesso da parte dei soggetti delegati dei requisiti previsti dalla normativa vigente e degli ulteriori requisiti ritenuti necessari dal Fondo. Il Fondo richiede al Candidato che intenda avvalersi della facoltà di delega di compilare il questionario anche con riferimento ai soggetti delegati, avuto riguardo all'ambito della delega, ovvero di far compilare un questionario anche dai soggetti delegati.

*Art. 7 - Valutazione delle offerte e assegnazione degli incarichi*

1. Sulla base dei criteri fissati nelle deliberazioni preliminari, l'organo di amministrazione del Fondo procede alla valutazione dei questionari presentati. In sede di valutazione delle candidature, i componenti dell'organo di amministrazione del Fondo dichiarano gli eventuali rapporti con i singoli Candidati, i soggetti delegati e i rispettivi gruppi.

2. Effettuato l'esame dei questionari, l'organo di amministrazione del Fondo, con apposita delibera, individua i Candidati ritenuti maggiormente qualificati ai quali richiedere un'offerta contrattuale. Per ogni singola tipologia di Incarico, il numero di Candidati a cui richiedere le offerte è determinato in modo tale da consentire il raffronto tra una pluralità di soggetti e comunque in misura congrua rispetto al numero dei gestori stabilito. Ai sensi dell'art.6, comma 4-bis del Decreto, tali soggetti non devono appartenere ad identici gruppi societari e comunque non essere legati, direttamente o indirettamente, da rapporti di controllo.

3. Il Fondo valuta le offerte sia sotto il profilo della qualità che del prezzo del servizio. Il prezzo del servizio deve essere qualificato con riferimento a tutti gli elementi di costo relativi al suo svolgimento.

4. L'organo di amministrazione del Fondo procede quindi, con apposita delibera, alla designazione dei Candidati incaricati della gestione.

**8. CONTROLLO DELL'ATTIVITÀ DEL GESTORE**

Ci riferiamo in questo paragrafo, alla fase di controllo dell'attività del gestore relativamente al rispetto dei criteri di *screening* scelti dal FP siano essi criteri personalizzati, ossia costruiti *ad hoc*, siano essi criteri "standardizzati", ossia legati a prodotti esistenti come ETF, Fondi indice o universi investibili.

In generale, se si analizzano gli attori coinvolti nel processo d'investimento, si trova che la banca depositaria dei FP ha il compito di custodire le risorse gestite e di eseguire gli ordini di investimento e disinvestimento impartiti dal gestore convenzionato che non siano contrari alla legge, allo statuto (o regolamento) del FP ed alle convenzioni di gestione cui lo statuto rinvia, nonché ai criteri stabiliti dal d.m. 703/96. Posta in

questi termini la questione, emerge con chiarezza che l'efficacia dei controlli dipende in prima istanza da una definizione (presente nelle convenzioni di gestione) di SRI quanto più precisa ed identificabile.

Seguendo lo schema introdotto nel Cap.5 della Terza Parte, si ha che in linea di massima, l'onerosità di questa fase dipende in prima istanza da quale dei due macroapprocci il FP ha deciso di seguire.

- **prodotti SRI standardizzati:** l'attività di controllo è poco onerosa. Questa attività si riduce ad un confronto tra due elenchi (i titoli transitati dal portafoglio e quelli investibili);
- **prodotti personalizzati:** in questo caso l'attività di controllo diventa senz'altro più onerosa e complessa. Poiché accade spesso che il gestore si avvalga dell'esperienza di un'agenzia di *rating* sociale, è necessario che siano definiti ruoli e

responsabilità degli attori in gioco. In questa fase potrebbe essere opportuno avvalersi dell'aiuto delle figure che già supportano i FP nel controllo dell'attività dei gestori relativamente al rispetto del mandato conferito in sede di bando di gara. Quest'opportunità porta con sé la necessità di affrontare la questione del conflitto di interessi. Può accadere infatti che questi soggetti siano legati da rapporti commerciali e/o di partnership sia con i FP sia con i gestori.

#### **9. COMUNICAZIONE E TRASPARENZA VERSO GLI STAKEHOLDERS**

Di seguito si suggerisce un possibile schema di rendicontazione relativamente all'implementazione di politiche di investimento SR. Tale schema potrebbe essere usato, con cadenza annuale, ed essere inserito nella comunicazione periodica agli aderenti.

#### **RIFERIMENTI NORMATIVI: FP NEGOZIALI E APERTI**

**Deliberazione COVIP del 10 febbraio 1999.** *Disposizioni in materia di trasparenza dei FP nei rapporti con gli iscritti*

Esse si applicano ai FP in regime di contribuzione definita di tipo negoziale (istituiti ai sensi dell'art.3 del decreto 124/93) e, con i necessari adattamenti, ai FP di tipo aperto (istituiti ai sensi dell'art.9 del decreto 124/93). ...

Si fa riserva di emanare ulteriori disposizioni in materia di comunicazioni periodiche agli iscritti per i FP a prestazione definita istituiti ai sensi del decreto 124/93 e per i fondi di cui all'art.18 del decreto 124/93. ... La comunicazione agli iscritti è predisposta con cadenza annuale e riferita, di norma, a un periodo coincidente con l'ultimo esercizio.

##### 1.1. Contenuto della comunicazione

La comunicazione periodica ha la funzione di informare gli iscritti sull'andamento della gestione complessiva del FP e sugli aspetti relativi alla propria posizione individuale.

### 1) Informazioni generali

---

1.a Nome del gestore/i cui è stato conferito il mandato per la gestione SR.

---

1.b Dimensione del comparto/quota del patrimonio gestita con politiche di SR

---

### 2) Criteri

---

2.a Criteri di *screening* del FP

---

2.b Soggetto che ha originariamente definito i criteri e frequenza e responsabilità della revisione periodica

---

2.c Disinvestimenti occorsi nell'ultimo anno dovuti a motivazioni di RS

---

2.d Procedura per la comunicazione dei cambiamenti dei criteri

---

### 3) Processo di ricerca

---

3.a Descrizione del processo e della metodologia di ricerca e di gestione

---

3.b Meccanismi di controllo dell'attività del gestore

---

### 4) Engagement

---

4.a Obiettivi dell'attività di *engagement*

---

4.b Soggetto che gestisce l'attività di *engagement* in nome del FP

---

4.c Metodologie di *engagement*

---

4.d Attività di *engagement* effettuate nell'ultimo anno

---

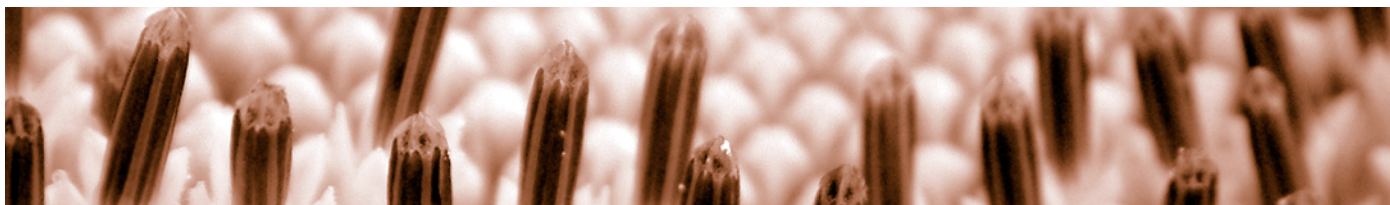
4.e Decisioni di voto intraprese nell'ultimo anno

---

---

# Bibliografia

---



Abowd, J. M., (1989), "The Effect of Wage Bargains on the Stock Market Value of the Firm" American Economic Review, Settembre 1989.

Ashenfelter, O, Hannan T., (1986), "Sex Discrimination and Product Market Competition: The Case of the Banking Industry." Quarterly Journal of Economics, Febbraio 1986.

ACRI, (2003), "Settimo rapporto sulle fondazioni di origine bancaria" 2003.

ANIA, (2003), "L'assicurazione italiana nel 2002/2003"

Banz, R.W., (1981), "The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks." Journal of Financial Economics, Marzo 1981.

Black, F., (1993) "Estimating Expected Return." Financial Analysts Journal, Settembre/Ottobre 1993.

Blackwell, D. M., Marr W., Spivey M. F., (1990), "Plant Closing Decisions and the Market Value of the Firm." Journal of Financial Economics, Agosto 1990.

Blanchflower, D., Millward N., Oswald A., (1991), "Unionism and Employment Behavior." The Economic Journal, Luglio 1991.

Bronars, S., (1993), "Unionization, Incomplete Contracting, and Capital Investment." The Journal of Business, Gennaio 1993.

Carden S. D., Darragh O., (2004), "A halo for angel investors"; The McKinsey Quarterly, 2004 n.1.

Clayman, M., (1995), "One-Time Charges: Never Having to Say You're Sorry?" Financial Analysts Journal, Settembre/Ottobre 1995.

Clayman, M., (1994), "Excellence Revisited", Financial Analysts Journal, Maggio/Giugno 1994.

Clayman, M., (1987) "In Search of Excellence: The Investor's Viewpoint." Financial Analysts Journal, Maggio/Giugno 1987.

Clinebell, S., Clinebell J., (1994), "The Effect of Advanced Notice of Plant Closings on Firm Value." Journal of Management, 20(3), 1994.

Commissione Europea, (2001), "Libro Verde della Commissione Europea".

Commissione Europea, (2002), "Comunicazione del 2 luglio 2002".

Covip, (2001), "Relazione anno 2002".

Crystal, G., (1989-1999) "The Crystal 300 Report." The Crystal Report on Executive Compensation, 1989-1999.

Crystal, G., (1998), "Knowing How Much, and How, a CEO is Paid Can Improve the Returns On a Portfolio - And By a Significant Margin." The Crystal Report, Dicembre 11, 1998.

Dal Maso D., Bartolomeo M., (2001), "Finanza e Sviluppo Sostenibile", il Sole 24 Ore, Milano.

- Davidson, W. N. III, Worrell D., (1988), " *The Impact of the Announcement of Corporate Illegalities on Shareholder Returns.*" *Academy of Management Journal*, 31(1), 1988.
- Del Bono F, Zamagni S., (1999), *Microeconomia*, il Mulino.
- Diltz, J. D., (1995a), " *Does Social Screening Affect Portfolio Performance?*" *Journal of Investing*, Spring 1995a.
- Domini A., (2001) " *Socially Responsible Investing*", Chicago.
- Dowdell, T., Govindaraj S., Jain P., (1992), " *The Tylenol Incident, Ensuing Regulation, and Stock Prices.*" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Giugno 1992.
- Dreman, D., (1982), " *The New Contrarian Investment Strategy*", New York: Random House, 1982.
- Dreman, D, Berry M., (1995), " *Overreaction, Underreaction, and the Low P/E Effect.*" *Financial Analysts Journal*, Luglio/Agosto 1995.
- Eldridge K, (2000), " *Taking social, environmental and ethical considerations into account in investment policies*" Londra.
- Eurosif, (2003), *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors.*
- Fender J., (1995), *Altruism, Ethics and Economics: The Significance of Non-egoistic Preferences for Economics*", in S. Brittan e A. Hamlin (a cura di), *Market Capitalism and Moral Values*, Aldershot, Elgar.
- Fama, E.F., French K.R., (1992), " *The Cross-Section of Expected Stock Returns.*" *Journal of Financial Studies*, 47, 1992.
- Freeman E., (1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Pittman Books Limited.
- Goodpaster, K., Dayton Hudson Corporation, (1991), " *Conscience and Control*", Harvard Case Study, Harvard Business School Publishing Division, 1991.
- Graves, S. B., Waddock S. A., (1999), " *Beyond Built-to-Last... Stakeholder Relations in 'Built to Last' Companies*". Working paper, 1999.
- Grossman, B., Sharpe W., (1986), " *Financial Implications of South Africa Divestment.*" *Financial Analysts Journal*, Luglio/Agosto 1986.
- Hall, B. H., (1993), " *The Stock Market's Valuation of R&D Investment During the 1980s.*" *American Economic Review*, Maggio 1993.
- Heisler, J., Hjalms K., (1998), " *The Impact of Bias and Harassment Lawsuits on Equity Returns.*" Working paper, 1998.
- Investors' Circle, (2001), " *Mission Related Investing, strategies for philanthropic institutions*"
- Jarrell, G. A., Lehn K., Marr W., (1985) " *Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments.*" *Securities and Exchange Commission*, Aprile 1985.
- Justpensions, (2002), " *Do UK pension funds invest responsibly?*" Londra.
- Lach, S., Schorkerman M., (1989), " *Dynamics of R&D and Investment in the Scientific Sector.*" *Journal of Political Economy*, Agosto 1989.
- Luck, C., Tigrani V., (1994), " *Ethical Investing and the Returns to Sinful Industries.*" *BARRA Newsletter*, Spring 1994.
- Kinder P., Domini A., (1997), " *Social screening: Paradigms Old and New*", in *The Journal of Investing* winter 1997, New York.
- Kinder P., (2004), " *Values and Money. A Research Practitioner's Perspective on Values for Money*".
- Kurtz L., (1997), " *Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance*", *Journal of Investing*, Fall 1997.
- Kurtz, L., Luck C., (1999), " *Investment Returns of The 100 Best Companies to Work for in*

*America*; Working paper, 1999.

Kurtz, L., Calderazzo J., (1997), " *Assessing the Impact: The Financial Effects of Catholic Portfolio Screens.*" Working Paper, Harris Bretall Sullivan & Smith, 1997.

Mathieu E., (2000), " *Response of UK Pension Funds to the SRI disclosure Regulation*," UK Social Investment Forum, Londra.

Mefop, Quaderni, 4-2000 " *Fondi Pensione europei: Confronto tra differenti mercati domestici*," Roma.

MEFOP, Forum per la Finanza Sostenibile, Avanzi SRI Research, (2001), " *Fondi pensione e Investimenti socialmente responsabili*."

Meyers, J.G., Nakamura L., (1980), " *Energy and Pollution Effects on Productivity: A Putty-Clay Approach*," in John Kendrick, ed., *New Developments in Productivity Measurement and Analysis*, Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research, 1980.

Moskowitz, M., (1972), " *Choosing Socially Responsible Stocks.*" *Business and Society*, Spring 1972.

Muoghalu, M. I., Robison H. D., Glascock J. L., (1990), " *Hazardous Waste Lawsuits, Stockholder Returns, and Deterrence.*" *Southern Economic Journal*, Ottobre 1990.

Myners P., (2001), " *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review.*"

Navarro, P., (1988), " *Why Do Corporations Give to Charity?*" *Journal of Business*, Gennaio 1988.

Peterson, S., ed. (1996), " *Tobacco's Changing Context.*" *Social Investment Forum*, 1996.

Posnikoff, J. F., (1997), " *Divestment From South Africa: They Did Well by Doing Good.*" *Contemporary Economic Policy*, Gennaio 1997.

Rudd, A., (1979), " *Divestment of South African Equities: How Risky?*" *Journal of Portfolio Management*, Fall 1979.

Russo, M. V., Fouts P. A., (1997), " *A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability.*" *Academy of Management Journal*, Giugno 1997.

Social Investment Forum, (2003), " *Report on socially responsible investing trends in the US*"

Social Investment Forum Foundation, (2002), " *Investing in communities*," fall 2002.

Teoh, S. H., Welch I., Wazzan C. P., (1999), " *The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott.*" *Journal of Business*, 1999, vol. 72, no. 1.

Thomsen M., (2004), " *The new fiduciary duty for institutional investors*," *Business Ethics*, summer 2004.

Waddock, S. A., Graves S. B., (1997b), " *Finding the Link Between Stakeholder Relations and Quality of Management.*" *Journal of Investing*, Winter 1997b.

Weitzman, M. L., (1984), " *The Share Economy: Conquering Stagflation*," Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1984.

Wilk, R. T., (1992), " *The Boston South Africa Free (SAFE) Index*," in Kinder, Peter, Steven Lydenberg, and Amy Domini, ed., *The Social Investment Almanac*, New York: Holt, 1992.

Wokutch, R. E., (1998), " *The End of South African Sanctions, Institutional Ownership, and the Stock Price Performance of Boycotted Firms: Evidence of the Impact of Social/Ethical Investing.*" Working Paper, 1998.



---

# Glossario<sup>1</sup>

---



**Best in class** – concetto che esprime la qualità relativa della responsabilità sociale di un'impresa in relazione alla media di un settore. Viene usato nell'attività di *screening* (vedi) quando, anziché escludere per intero un settore critico, vengono individuate al suo interno le imprese che meglio delle altre affrontano e gestiscono le variabili ambientali e sociali.

**Bilancio sociale** - Documento che completa il bilancio di esercizio riportando aspetti che, spesso, sono di difficile determinazione: il coinvolgimento delle risorse umane, il grado di soddisfazione della clientela, la sensibilità verso taluni aspetti ambientali, ecc. Il bilancio sociale, quindi, si pone in termini di complementarietà al bilancio civilistico ed è finalizzato a offrire agli *stakeholder* i dati di natura qualitativa e quantitativa, sulle numerose attività svolte dall'impresa, anche in ragione delle finalità sociali, assunte coscientemente dalla stessa nelle proprie iniziative sul territorio.

**Capitale sociale** - Struttura di relazioni tra persone, relativamente durevole nel tempo, atta a favorire la cooperazione e perciò a produrre, come altre forme di capitale, valori materiali e simbolici. Questa struttura di relazioni consta di reti fiduciarie formali e informali che stimolano la reciprocità e la cooperazione.

**Corporate Citizenship** – (Cittadinanza d'impresa) L'impegno costante da parte delle aziende private a mettere al centro delle loro strategie e delle loro azioni, l'integrazione tra esigenze di mercato e nuove responsabilità sociali.

**Corporate governance** - Sistema di regole interne che presiede la gestione di un'impresa. Normalmente questa espressione si riferisce alle grandi imprese, soprattutto quelle quotate, che hanno meccanismi di governo piuttosto complessi. La *corporate governance* definisce la distribuzione dei diritti e delle responsabilità tra i partecipanti alla vita di una società, in riferimento alla ripartizione dei compiti, all'assunzione di responsabilità e al potere decisionale.

**Disclosure** - (Trasparenza). Prassi societaria di divulgare in modo accurato, tutte le informazioni rilevanti che riguardano le attività di un'impresa: la situazione finanziaria, la performance, l'assetto proprietario e la *corporate governance*. In senso più generale, il termine viene utilizzato per indicare una politica di corretta, accurata e tra-

---

<sup>1</sup> Tratto dal corso di formazione (*web based training*) sulla responsabilità sociale d'impresa prodotto da **Abiformazione** ([www.abiformazione.it](http://www.abiformazione.it))

sparente comunicazione rivolta a tutti gli *stakeholder* di una società.

**Doveri fiduciari** - Interessi in nome e per conto dei quali l'impresa è gestita. Essi rinviano all'esistenza di una relazione fiduciaria tra un'agente investito dell'autorità di prendere le decisioni discrezionali, e altri soggetti la cui fiducia è costitutiva dell'autorità del primo agente, ove tali soggetti non sono però in condizione di prendere le decisioni discrezionali, ma i cui interessi ciò nondimeno costituiscono pretese legittime nei confronti della conduzione dell'impresa. Pretese che chi gestisce effettivamente l'impresa deve assumere come fini ultimi della gestione e che di conseguenza generano doveri fiduciari in capo a lui.

**Engagement** - L'*engagement* è una strategia che mira ad utilizzare la leva dell'investimento finanziario con lo scopo di dare un orientamento in materia di responsabilità ambientale e sociale alle politiche e alle procedure di imprese partecipate. L'attività di pressione e coinvolgimento di una società può essere sviluppata secondo differenti approcci, più o meno radicali (si parla, conseguentemente di *soft* o di *hard engagement*):

**Etica** - Complesso delle norme morali e di comportamento proprie di un individuo o di un gruppo o di un periodo storico. Ha molto a che fare con le leggi ma il suo campo e quello del diritto non coincidono del tutto.

**Finanza etica e Finanza socialmente responsabile** - Queste espressioni rimandano a un concetto comune, cioè a una declinazione dell'attività di intermediazione finanziaria che incorpori anche considerazioni diverse dalla sola massimizzazione del profitto, in particolare in ordine agli effetti che essa crea in termini di tutela ambientale, equità sociale e promozione dei diritti umani e civili. Da un punto di vista terminologico la finanza etica richiama istanze di tipo morale e, quindi, le categorie del "giusto" e dell'"ingiusto"; la finanza socialmente responsabile esprime l'attenzione alle conseguenze sul piano ambientale e sociale delle scelte operate in campo finanziario.

**Impresa sociale** - Organizzazione volta alla produzione di beni e di servizi di utilità sociale. Si qualifica come tale per le finalità che mira a realizzare più ancora che per il modello organizzativo attraverso cui opera. Rientra nella categoria più ampia del terzo settore, ambito del quale fanno parte anche il volontariato, l'associazionismo sociale, le fondazioni, le organizzazioni non lucrative di utilità sociale (ONLUS).

**Organizzazione interna della RSI** - Una piena attuazione del concetto di RSI non può prescindere da un sistema interno di gestione di tutti gli aspetti rilevanti per una condotta responsabile dell'attività dell'impresa. L'obiettivo ultimo di un sistema di gestione della RSI è quello di integrare con successo le tre dimensioni fondamentali – economica, ambientale e sociale – nella cultura, nei valori, nelle operazioni e nelle decisioni a tutti i livelli dell'organizzazione, allo scopo di creare migliori pratiche gestionali.

**Rating sociale** – valutazione quantitativa della responsabilità sociale di un'organizzazione sviluppata dalle agenzie di *rating* sociale. Si basa sulla maggiore o minore soddisfazione di criteri di CSR.

**Responsabilità sociale d'impresa** - Secondo il Libro Verde della Commissione Europea (2001) per responsabilità sociale dell'impresa si intende "l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate". In realtà oggi assume un significato più ampio di *governance* allargata dell'impresa, in base al quale chi la governa ha responsabilità che vanno dall'osservanza dei doveri fiduciari nei riguardi della proprietà, ad analoghi doveri fiduciari nei riguardi, in generale, di tutti gli *stakeholder*.

**Rischi ambientali (e sociali)** - Consiste nella possibilità che venga provocato un danno dalla non corretta gestione di una variabile ambientale o dalle conseguenze negative sull'ambiente che possono derivare da un'attività. Nell'attività delle imprese industriali il rischio ambientale può derivare dalle sanzioni che sono loro comminate in conseguenza di violazione di norme ambientali (che possono arrivare al sequestro degli impianti), da richieste di risarcimento per danni provocati da prodotti non rispondenti a criteri ambientali, o – fattispecie ancor più grave – da danni causati all'ambiente per inquinamenti dovuti a incidenti rilevanti. La dimensione ambientale riguarda indirettamente anche gli investitori nel senso che una scorretta gestione delle variabili ambientali o sociali da parte di società emittenti presenti nel portafoglio può influenzare negativamente il valore del titolo.

**Screening (positivo o negativo)** - Lo *screening* consiste nell'analisi del comportamento delle società incluse in un portafoglio di titoli secondo criteri ambientali o sociali. Conseguentemente all'attività di *screening*, un titolo può perciò essere ammesso o meno: si parla perciò di criteri di esclusione (*screening* negativo) quando ci si riferisce a condizioni o insiemi di condizioni in presenza delle quali non è possibile l'acquisto del titolo; oppure di criteri di inclusione positivi (*screening* positivo), quando le politiche e le prassi di responsabilità sociale delle imprese emittenti rappresentano esempi di buona pratica

**Stakeholder** - (portatori di interesse) Con riferimento alla responsabilità sociale gli *stakeholder* sono quei gruppi di individui, ovvero quelle istituzioni rappresentative di interessi di gruppi e categorie, che hanno una "posta in gioco" nella conduzione dell'impresa, sia perché scambiano o apportano contributi di vario genere ma essenziali, sia perché subiscono in modo rilevante per il loro benessere gli effetti esterni positivi o negativi dell'attività dell'impresa. Generalmente, si intendono i clienti, i dipendenti, i fornitori, gli azionisti, le comunità locali, le autorità di controllo, i concorrenti.

**Sviluppo sostenibile e crescita** - Oltre alla definizione ufficiale della Commissione Brundtland (secondo cui è sostenibile lo sviluppo in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni presenti senza compromettere la capacità di quelle future di soddisfare i propri), ne esiste un'altra proposta dal *Forum for the Future* che, per sviluppo sostenibile intende un processo dinamico che rende le persone capaci di realizzare le proprie potenzialità e di migliorare la qualità della vita in una maniera tale da proteggere e rinforzare i meccanismi del pianeta e di supportare la vita. Comunque, tutte le definizioni finora date concordano con la necessità di conciliare tre dimensioni e cioè quelle di equilibrio economico, sociale e ambientale.

**Triple bottom line** - Schema di misurazione e rendicontazione delle prestazioni dell'impresa secondo parametri economici, ambientali e sociali. Nell'accezione più ampia, richiama la gamma dei valori, temi e procedure che le imprese devono considerare per minimizzare gli impatti negativi della loro attività e per creare valore aggiunto economico, ambientale e sociale. La qual cosa si può realizzare quando è ben chiara la missione aziendale, anche in relazione alle legittime aspettative degli *stakeholder*.

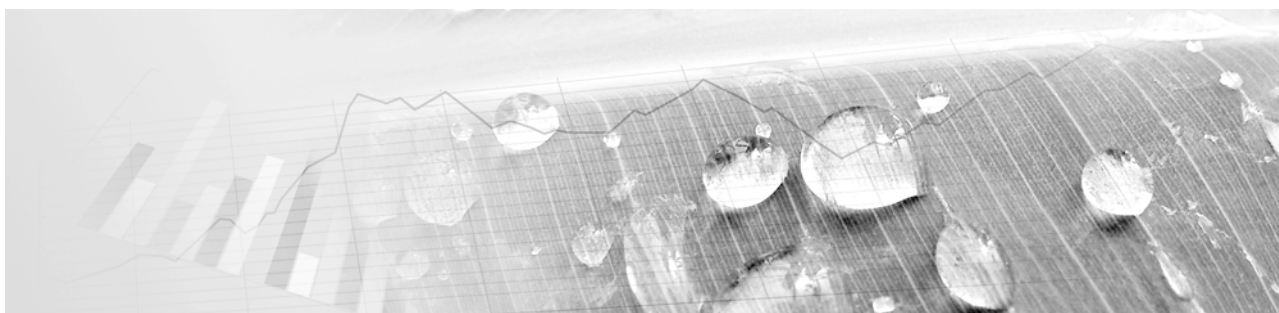
**Valori e missione, identità aziendale** - L'identità aziendale definisce il paradigma etico di riferimento di un'impresa, inteso come l'insieme dei valori, principi e obiettivi che ne definiscono l'orientamento strategico e ne guidano l'attività. Più precisamente, l'identità si traduce in una *mission*, ovvero la filosofia dell'azienda e gli obiettivi che si prefigge, in una *vision*, che esprime come l'impresa intende raggiungere tali obiettivi e in valori, che identificano i principi cui l'impresa si ispira nella conduzione del business.



---

# Allegati

---



## **A.1 GLI INDICI SR SUL MERCATO (AGGIORNATO AL 30.11.04)**

---

Promotori		FTSE group				
Indici	FTSE4Good UK Index	FTSE4Good Europe Index	FTSE4Good US Index	FTSE4Good Global Index	FTSE4Good Japan Index	
<b>Breve descrizione</b>	Il FTSE4Good UK Index è un indice azionario che monitora la performance delle aziende in UK che rispettano standard di CSR globalmente riconosciuti. I criteri di inclusione ed esclusione vengono aggiornati continuamente attraverso estese consultazioni di mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento. E' disponibile la versione FTSE4Good UK 50, che comprende i 50 titoli a più elevata capitalizzazione dell'indice FTSE4Good UK	Il FTSE4Good Europe Index è un indice azionario che monitora la performance delle aziende in Europa che rispettano standard di CSR globalmente riconosciuti. I criteri di inclusione ed esclusione vengono aggiornati continuamente attraverso estese consultazioni di mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento. E' disponibile la versione FTSE4Good Europe 50, che comprende i 50 titoli a più elevata capitalizzazione dell'indice FTSE4Good Europe	Il FTSE4Good US Index è un indice azionario che monitora la performance delle aziende in US che rispettano standard di CSR globalmente riconosciuti. I criteri di inclusione ed esclusione vengono aggiornati continuamente attraverso estese consultazioni di mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento. E' disponibile la versione FTSE4Good US 100, che comprende i 100 titoli a più elevata capitalizzazione dell'indice FTSE4Good US	Il FTSE4Good Global Index è un indice azionario che monitora la performance delle aziende sui mercati globali che rispettano standard di CSR globalmente riconosciuti. I criteri di inclusione ed esclusione vengono aggiornati continuamente attraverso estese consultazioni di mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento. E' disponibile la versione FTSE4Good Global 100, che comprende i 100 titoli a più elevata capitalizzazione dell'indice FTSE4Good Global	FTSE4Good Japan è un indice azionario; è il quinto della serie di indici FTSE4Good. L'indice permette agli investitori di identificare le aziende giapponesi presenti nella serie di indici FTSE Global Equity Index Series che rispettano standard di CSR globalmente riconosciuti. I criteri di inclusione ed esclusione vengono aggiornati continuamente attraverso estese consultazioni di mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	
<b>Dimensione aziende</b>	large cap	large cap	large cap	large cap	large cap	
<b>Area geografica</b>	UK	Europa	US	Global	Giappone	
<b>Base di riferimento</b>	FTSE All-Share Index	FTSE All-World Developed Europe Index	FTSE All-World Developed Europe Index	FTSE All-World Developed Europe Index	FTSE Global Equity Index	
<b>Descrizione metodologia di screening</b>	La metodologia di screening è basata sulla ricerca esterna di EIRiS, e una successiva consultazione diretta con gli stakeholders delle aziende interessate. Il FTSE4Good Policy Committee individua i criteri di inclusione ed esclusione che devono essere soddisfatti dalle aziende per entrare a far parte dell'universo investibile dell'Indice. Questi stessi criteri sono il frutto di estese consultazioni con il mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	La metodologia di screening è basata sulla ricerca esterna di EIRiS, e una successiva consultazione diretta con gli stakeholders delle aziende interessate. Il FTSE4Good Policy Committee individua i criteri di inclusione ed esclusione che devono essere soddisfatti dalle aziende per entrare a far parte dell'universo investibile dell'Indice. Questi stessi criteri sono il frutto di estese consultazioni con il mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	La metodologia di screening è basata sulla ricerca esterna di EIRiS, e una successiva consultazione diretta con gli stakeholders delle aziende interessate. Il FTSE4Good Policy Committee individua i criteri di inclusione ed esclusione che devono essere soddisfatti dalle aziende per entrare a far parte dell'universo investibile dell'Indice. Questi stessi criteri sono il frutto di estese consultazioni con il mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	La metodologia di screening è basata sulla ricerca esterna di EIRiS, e una successiva consultazione diretta con gli stakeholders delle aziende interessate. Il FTSE4Good Policy Committee individua i criteri di inclusione ed esclusione che devono essere soddisfatti dalle aziende per entrare a far parte dell'universo investibile dell'Indice. Questi stessi criteri sono il frutto di estese consultazioni con il mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	La metodologia di screening è basata sulla ricerca esterna di EIRiS, e una successiva consultazione diretta con gli stakeholders delle aziende interessate. Il FTSE4Good Policy Committee individua i criteri di inclusione ed esclusione che devono essere soddisfatti dalle aziende per entrare a far parte dell'universo investibile dell'Indice. Questi stessi criteri sono il frutto di estese consultazioni con il mercato in modo da rispecchiare il più ampio consenso possibile per riflettere al meglio i codici di condotta condivisi in quel momento.	
<b>Criteri di screening</b>						
<b>Negativo</b>	Si, vengono esclusi titoli delle società con interessi di business nella produzione di tabacco, che costruiscono parti di armi nucleari, aziende che costruiscono armi, proprietari o gestori di stazioni nucleari, aziende coinvolte nell'estrazione dell'uranio.	Si, vengono esclusi titoli delle società con interessi di business nella produzione di tabacco, che costruiscono parti di armi nucleari, aziende che costruiscono armi, proprietari o gestori di stazioni nucleari, aziende coinvolte nell'estrazione dell'uranio.	Si, vengono esclusi titoli delle società con interessi di business nella produzione di tabacco, che costruiscono parti di armi nucleari, aziende che costruiscono armi, proprietari o gestori di stazioni nucleari, aziende coinvolte nell'estrazione dell'uranio.	Si, vengono esclusi titoli delle società con interessi di business nella produzione di tabacco, che costruiscono parti di armi nucleari, aziende che costruiscono armi, proprietari o gestori di stazioni nucleari, aziende coinvolte nell'estrazione dell'uranio.	Si, vengono esclusi titoli delle società con interessi di business nella produzione di tabacco, che costruiscono parti di armi nucleari, aziende che costruiscono armi, proprietari o gestori di stazioni nucleari, aziende coinvolte nell'estrazione dell'uranio.	
<b>Positivo</b>	Si, i criteri si riferiscono a: sostenibilità ambientale, relazioni positive e soddisfacenti con i propri stakeholder, il rispetto e la promozione dei diritti umani.	Si, i criteri si riferiscono a: sostenibilità ambientale, relazioni positive e soddisfacenti con i propri stakeholder, il rispetto e la promozione dei diritti umani.	Si, i criteri si riferiscono a: sostenibilità ambientale, relazioni positive e soddisfacenti con i propri stakeholder, il rispetto e la promozione dei diritti umani.	Si, i criteri si riferiscono a: sostenibilità ambientale, relazioni positive e soddisfacenti con i propri stakeholder, il rispetto e la promozione dei diritti umani.	Si, i criteri si riferiscono a: sostenibilità ambientale, relazioni positive e soddisfacenti con i propri stakeholder, il rispetto e la promozione dei diritti umani.	
<b>Best in class</b>	si	si	si	si	si	
<b>Data di lancio</b>	luglio 2001	n.d.	n.d.	n.d.	settembre 2004	
<b>Frequenza revisione</b>	semestrale	semestrale	semestrale	semestrale	semestrale	

## Promotori

## KLD Research &amp; Analytics, Inc.(KLD)

Indici	Domini 400 Social Index	KLD Select Social Index	KLD Large Cap Social Index	KLD Broad Market Social Index	KLD Catholic Values 400 Index	KLD Nasdaq Social Index
<b>Breve descrizione</b>	Indice azionario composto da 400 aziende sottoposte a screening negativi, positivi a partire da quelle presenti nello S&P 500	Indice azionario disegnato per massimizzare l'esposizione verso fattori positivi sociali e ambientali con un controllo del rischio. E' composto da un paniere di 300-350 aziende che sovrappesa i titoli con valutazione di impatto socio-ambientale positiva e sottopesa le aziende con valutazioni negative. Pensato per investitori istituzionali, permette una grande diversificazione fra i settori (esclude solo il tabacco) e con il metodo della ponderazione permette di tener conto delle valutazioni socio-ambientali e permette di influenzare con engagement	L'indice azionario contiene circa 720 titoli di large Cap del mercato USA	Benchmark azionario esaustivo per monitorare la performance finanziaria di 2.300 titoli azionari in USA	L'indice contiene 400 titoli azionari di società quotate nel mercato USA coerenti con i valori della religione cattolica.	Benchmark azionario per la performance finanziaria di 180 titoli presenti nel Nasdaq sottoposti a screening socio-ambientale
<b>Dimensione aziende</b>	large cap prevalentemente	large cap prevalentemente	large cap	large cap	250 large cap+100 mid cap+50 small cap	large cap
<b>Area geografica</b>	USA	USA	USA	USA	USA	USA
<b>Base di riferimento</b>	S&P 500+ large cap non in S&P (equity)	S&P 500 e Russell 1000	Russell 1000 Index	Russell 3000 Index	S&P 500+ mid cap+small cap	Titoli scambiati sul Nasdaq con capitalizzazione superiore a \$ 1 mld
<b>Descrizione metodologia di screening</b>	La metodologia di screening prevede un mix di criteri negativi di tipo quantitativo e positivi di tipo qualitativo	L'indice è disegnato per massimizzare l'esposizione verso performance socio-ambientali positive controllando il rischio. Si procede ad una traduzione della valutazione di impatto socio-ambientale relativa a singole tematiche in rating che poi vengono sintetizzati in punteggi e quindi normalizzati.	Screening negativo e positivo	Screening negativo e positivo	La metodologia di screening prevede sia criteri di esclusione che di inclusione. Vengono presi in considerazione criteri ambientali, sociali ed etici coerenti con la religione cattolica.	Metodologia di screening non trasparente
<b>Criteri di screening</b>						
<b>Negativo</b>	Si, vengono escluse le aziende coinvolte in settori quali: - alcool, tabacco, gioco d'azzardo, energia nucleare, pornografia e armi	Si, ma solo le aziende coinvolte nel settore del tabacco	Si, ma solo le aziende coinvolte nel settore del tabacco	Si, sono escluse le aziende che producono ricavi - di qualsiasi ammontare da alcool, tabacco e gioco d'azzardo - superiori al 2% dalla produzione di armi - produttori di energia elettrica collegati ad impianti di energia nucleare	Si, vengono escluse le aziende coinvolte in: alcool, gioco d'azzardo, armi, nucleari, tabacco e aborto	n.d.
<b>Positivo</b>	Si - valutazione qualitativa dell'impatto sulla comunità, la diversità, relazioni con dipendenti, ambiente e sicurezza delle condizioni di lavoro	si	si	Si - valutazione qualitativa dell'impatto sulla comunità, la diversità, relazioni con dipendenti, ambiente e sicurezza delle condizioni di lavoro	si	si
<b>Best in class</b>	si	si	si	si	si	si
<b>Data di lancio</b>	maggio 1990	giugno 2004		gennaio 2001	1998	n.d.
<b>Frequenza revisione</b>	3 mesi	3 mesi	3 mesi	3 mesi	3 mesi	3 mesi

Promotori	Kempen C.M. & SNS A.M.	Dow Jones Indexes, STOXX Limited, SAM		Ethibel
Indici	Kempen/SNS Smaller Europe SRI Index	Dow Jones Sustainability Index World (famiglia di indici)	Dow Jones STOXX Sustainability Index (famiglia di indici)	Ethibel Sustainability Indexes (famiglia di indici)
Breve descrizione	Primo indice azionario SRI small cap dell'area euro. Al lancio, l'indice includeva i titoli di 69 società da 12 Paesi, ma Kempen e SNS intendono più che raddoppiare i titoli inclusi entro il 2004. I consulenti di sostenibilità (SNS) hanno l'obiettivo di fare ricerca secondo criteri di CSR sull'80% del HSBC Smaller European Companies Index per capitalizzazione di mercato.	Indice azionario. Include oltre 300 aziende che rappresentano il top 10% delle aziende SR nei 60 raggruppamenti industriali dei 34 paesi coperti dalle 2500 aziende del DJGIs. In aggiunta all'indice <i>composite</i> , ne esistono altri 5 specializzati che escludono i settori tabacco, armi, alcool, gioco d'azzardo singolarmente o congiuntamente.	Indice azionario. Traccia l'andamento delle migliori 20% aziende in termini di sostenibilità delle compagnie presenti in ognuno dei settori industriali presenti nel DJSI all'interno del Dow Jones STOXX 600 Index. Questa famiglia di indici è costituita da un indice paneuropeo (DJSI STOXX) e da un indice focalizzato sull'eurozona (DJSI EURO STOXX). Per ciascuno degli indici appena menzionati sono disponibili le versioni <i>composite</i> e specializzate che escludono le aziende operanti in settori quali tabacco, armi, alcool, gioco d'azzardo singolarmente o congiuntamente.	Questa è una famiglia di 4 indici azionari, con diversa focalizzazione geografica: Global, Asia Pacific, Europe, Americas. L'Ethibel Sustainability Index Global contiene tutti i constituents dei tre indici regionali. Gli Indici di Ethibel sono definiti in modo da approssimare i pesi dei settori presenti nel S&P Global 1200, tuttavia la selezione rimane di esclusiva responsabilità di Ethibel.
Dimensione aziende	small cap			large cap
Area geografica	Europa	Global	Pan Europa, eurozona	famiglia di 4 indici: Global, Asia Pacific, Europe, Americas
Base di riferimento	HSBC Smaller european Companies Index che include circa metà delle 2.800 small cap dell'universo europeo	Dow Jones Global Indexes (stessa metodologia per il calcolo, la revisione e la pubblicazione degli indici)	Dow Jones STOXX Indexes	S&P Global 1200
Descrizione metodologia di screening	La metodologia di screening si basa su criteri di inclusione e prevede anche un'attività di engagement. Sono inclusi nell'indice solo i titoli delle aziende che raggiungono standard minimi per performance ambientale, sociale e business ethics. Gli standard minimi per ogni categoria sono fissati nel 50% del massimo punteggio possibile di ogni categoria. E' prevista inoltre un'attività di engagement, sottoforma di dialogo, con quelle aziende che peggiorando la loro performance socio-ambientale, rischiano di essere escluse dell'indice.	Corporate sustainability assessment di SAM Research: questionario SAM compilato annualmente, contatti personali, fra analisti e aziende e documentazione di terze parti, verifica esterna di PWC.	Corporate sustainability assessment di SAM Research: questionario SAM compilato annualmente, contatti personali, fra analisti e aziende e documentazione di terze parti, verifica esterna di PWC.	La metodologia di screening prevede contatti diretti con la compagnia, informazioni da partner internazionali e survey dei principali stakeholders. Per l'assessment delle varie società viene usato l'Ethibel Evaluation Scheme che riassume i criteri di sostenibilità attraverso i quali vengono valutate le imprese. (internal social policy, politica sociale esterna, politica ambientale, politica etico-economica).
Criteri di screening				
Negativo	no	Si, ma non in tutti gli indici della famiglia. In aggiunta all'indice <i>composite</i> , ne esistono altri 5 specializzati che escludono i settori tabacco, armi, alcool, gioco d'azzardo singolarmente o congiuntamente	Si, ma non in tutti gli indici della famiglia. In aggiunta all'indice <i>composite</i> , ne esistono altri 5 specializzati che escludono i settori tabacco, armi, alcool, gioco d'azzardo singolarmente o congiuntamente	No, eccezion fatta per l'ingegneria genetica, le aziende coinvolte in questo settore possono rimanere nell'indice solo nei casi in cui venga provata l'utilità e il beneficio sull'umanità
Positivo	si	si	si	si
Best in class	no	si	si	si
Data di lancio	2003	1999	2001	2002
Frequenza revisione	3 mesi	3 mesi	3 mesi	3 mesi

Promotori		E. Capital			
Indici	Ethical Index EAFE	Ethical Index Europe Small Cap	Ethical Index Euro	Ethical Index Global	Ethical Index Euro Government Bond
<b>Breve descrizione</b>	Include le azioni delle principali società etiche dei mercati Europa, Asia e Australia	Include le azioni delle 150 società etiche europee a medio-bassa capitalizzazione	Include le azioni delle 150 società etiche a maggior capitalizzazione quotate nei mercati EMU11 più Inghilterra, Svizzera, Norvegia, Svezia, Danimarca	Include le azioni delle 300 società a maggior capitalizzazione quotate nei mercati sviluppati cioè America, Europa, Asia-Pacific, Australia e Canada	Include obbligazioni governative dell'area global emesse in euro con rating minimo Baa3 (Moody's) o BBB- (S&P). La loro vita residua deve essere maggiore di un anno con cedola fissa.
<b>Dimensione aziende</b>	elevata capitalizzazione	medium-small cap	elevata capitalizzazione	elevata capitalizzazione	n.a.
<b>Area geografica</b>	Europa, Asia e Australia	Europa	EMU11 più Inghilterra, Svizzera, Norvegia, Svezia, Danimarca	America, Europa, Asia-Pacific, Australia, Canada	EMU
<b>Base di riferimento</b>	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD
<b>Descrizione metodologia di screening</b>	Ethical screening process, un processo a tre step 1. Negative screening: Esclusione di società attive in settori dannosi per l'uomo 2. Positive screening: Selezione di società che mostrano performance sociali e ambientali di rilievo. 3. Best in class approach: Inclusione di società operanti in settori o paesi a rischio ma che evidenziano buone performance sociali e ambientali	Ethical screening process, un processo a tre step 1. Negative screening: Esclusione di società attive in settori dannosi per l'uomo 2. Positive screening: Selezione di società che mostrano performance sociali e ambientali di rilievo. 3. Best in class approach: Inclusione di società operanti in settori o paesi a rischio ma che evidenziano buone performance sociali e ambientali	Ethical screening process, un processo a tre step 1. Negative screening: Esclusione di società attive in settori dannosi per l'uomo 2. Positive screening: Selezione di società che mostrano performance sociali e ambientali di rilievo. 3. Best in class approach: Inclusione di società operanti in settori o paesi a rischio ma che evidenziano buone performance sociali e ambientali	Ethical screening process, un processo a tre step 1. Negative screening: Esclusione di società attive in settori dannosi per l'uomo 2. Positive screening: Selezione di società che mostrano performance sociali e ambientali di rilievo. 3. Best in class approach: Inclusione di società operanti in settori o paesi a rischio ma che evidenziano buone performance sociali e ambientali	La metodologia di screening per i titoli governativi è a due step: 1. Criterio Negativo: Pena di morte 2. Criterio Positivi: Ratifica dei principali trattati sui diritti umani (UN), sicurezza sul lavoro (Convenzioni ILO) e Ambientale (Protocollo di Kyoto and Convenzione di Basilea)
<b>Criteri di screening</b>					
<b>Negativo</b>	Si, criteri utilizzati: esclusione di società operanti in settori quali: Tabacco Armi Alcohol Gioco d'azzardo Pornografia Nucleare	Si, criteri utilizzati: esclusione di società operanti in settori quali: Tabacco Armi Alcohol Gioco d'azzardo Pornografia Nucleare	Si, criteri utilizzati: esclusione di società operanti in settori quali: Tabacco Armi Alcohol Gioco d'azzardo Pornografia Nucleare	Si, criteri utilizzati: esclusione di società operanti in settori quali: Tabacco Armi Alcohol Gioco d'azzardo Pornografia Nucleare	Si, esclusione dei Paesi in cui vige la pena di morte
<b>Positivo</b>	Si, criteri utilizzati: Prodotti Ambiente Comunità locali Diversità Lavoratori Operazioni Cross border Trasparenza Corporate Governance	Si, criteri utilizzati: Prodotti Ambiente Comunità locali Diversità Lavoratori Operazioni Cross border Trasparenza Corporate Governance	Si, criteri utilizzati: Prodotti Ambiente Comunità locali Diversità Lavoratori Operazioni Cross border Trasparenza Corporate Governance	Si, criteri utilizzati: Prodotti Ambiente Comunità locali Diversità Lavoratori Operazioni Cross border Trasparenza Corporate Governance	Si, inclusione dei Paesi che hanno ratificato i principali trattati sui diritti umani (UN), sicurezza sul lavoro (Convenzioni ILO) e Ambientale (Protocollo di Kyoto and Convenzione di Basilea)
<b>Best in class</b>	si	si	si	si	no
<b>Data di lancio</b>	2003	2003	2000	2001	2001
<b>Frequenza revisione</b>	3 mesi	3 mesi	3 mesi	3 mesi	2 mesi

## Promotori

## E. Capital

Indici	Ethical Index Euro Corporate Bond	Ethical Index Euro Agency and Supranational Bond	Ethical Index Global Agency and Supranational Bond	Ethical Index Global Governemnt Bond
<b>Breve descrizione</b>	Include obbligazioni corporate dell'area global emesse in euro con rating minimo Baa3 (Moody's) o BBB- (S&P). La loro vita residua deve essere maggiore di un anno con cedola fissa.	Include bond dell'area global denominati in euro con rating minimo Baa3 (Moody's) o BBB- (S&P). La loro vita residua deve essere maggiore di un anno con cedola fissa.	Include obbligazioni Agency e Supranational dell'area global denominate in diverse valute con rating minimo Baa3 (Moody's) o BBB- (S&P). La loro vita residua deve essere maggiore di un anno con cedola fissa.	Include obbligazioni governative dell'area global denominate in diverse valute con rating minimo Baa3 (Moody's) o BBB- (S&P). La loro vita residua deve essere maggiore di un anno con cedola fissa.
<b>Dimensione aziende</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Area geografica</b>	America, Europa, Asia-Pacific, Australia, Canada	America, Europa, Asia-Pacific, Australia, Canada	America, Europa, Asia-Pacific, Australia, Canada	America, Europa, Asia-Pacific, Australia, Canada
<b>Base di riferimento</b>	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD	Database Globale con una copertura del 90% di market cap dei paesi OECD
<b>Descrizione metodologia di screening</b>	Ethical screening process, un processo a tre step 1. Negative screening: Esclusione di società attive in settori dannosi per l'uomo 2. Positive screening: Selezione di società che mostrano performance sociali e ambientali di rilievo. 3. Best in class approach: Inclusione di società operanti in settori o paesi a rischio ma che evidenziano buone performance sociali e ambientali	La metodologia di screening per i titoli Agency and supranational prevede solo Criteri Positivi: Agencies and supranational che operano per lo sviluppo del Terzo Mondo e delle comunità locali	La metodologia di screening per i titoli Agency and supranational prevede solo Criteri Positivi: Agencies and supranational che operano per lo sviluppo del Terzo Mondo e delle comunità locali	La metodologia di screening per i titoli governativi è a due step: 1. Criterio Negativo: Pena di morte 2. Criteri Positivi: Ratifica dei principali trattati sui diritti umani (UN), sicurezza sul lavoro (Convenzioni ILO) e Ambientale (Protocollo di Kyoto and Convenzione di Basilea)
<b>Criteri di screening</b>				
<b>Negativo</b>	Sì, criteri utilizzati: esclusione di società operanti in settori quali: Tabacco Armi Alcohol Gioco d'azzardo Pornografia Nucleare	no	no	Sì, esclusione dei Paesi in cui vige la pena di morte
<b>Positivo</b>	Sì, criteri utilizzati: Prodotti Ambiente Comunità locali Diversità Lavoratori Operazioni Cross border Trasparenza Corporate Governance	Sì, inclusione di Agencies and supranational che operano per lo sviluppo del Terzo Mondo e delle comunità locali	Sì, inclusione di Agencies and supranational che operano per lo sviluppo del Terzo Mondo e delle comunità locali	Sì, inclusione dei Paesi che hanno ratificato i principali trattati sui diritti umani (UN), sicurezza sul lavoro (Convenzioni ILO) e Ambientale (Protocollo di Kyoto e Convenzione di Basilea)
<b>Best in class</b>	sì	no	no	no
<b>Data di lancio</b>	2004	2001	2001	2001
<b>Frequenza revisione</b>	2 mesi	2 mesi	2 mesi	2 mesi