



## Quale ruolo delle politiche pubbliche nello sviluppo dell'SRI?

Novembre 2015

### L'investimento sostenibile e responsabile, oggi

#### Definizione

---

Per “investimento sostenibile e responsabile” (o SRI, secondo l’acronimo inglese) s’intende “una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso”<sup>1</sup>.

Tale definizione può naturalmente essere raffinata, per esempio prevedendo la necessità di meccanismi di misurazione (delle performance, dei risultati ...) e di sistemi di rendicontazione.

Per quanto riguarda le strategie SRI, si riportano di seguito quelle utilizzate nel mercato europeo ed italiano:

##### 1. Esclusioni

Approccio che prevede l’esclusione esplicita di singoli emittenti o settori o Paesi dall’universo investibile, sulla base di determinati principi e valori. Tra i criteri più utilizzati: le armi, la pornografia, il tabacco, i test su animali.

##### 2. Convenzioni internazionali

Selezione degli investimenti basata sul rispetto di norme e standard internazionali.

Gli standard più utilizzati sono quelli definiti in sede OCSE, ONU o dalle Agenzie ONU (tra cui ILO, UNEP, UNICEF, UNHCR). Ne sono esempi: il Global Compact, le Linee Guida dell’OCSE sulle multinazionali, le Convenzioni dell’Organizzazione Internazionale del Lavoro.

##### 3. Best in class

Approccio che seleziona o pesa gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, privilegiando gli emittenti migliori all’interno di un universo, una categoria o una classe di attivo.

---

<sup>1</sup> Definizione elaborata dal Forum per la Finanza Sostenibile, a partire da un processo di consultazione con il coinvolgimento dei propri Soci e, più in generale, dei principali attori della finanza sostenibile in Italia, che ha visto la costituzione di un gruppo di lavoro ad hoc, i cui lavori si sono svolti tra il 2013 e il 2014.

#### 4. Investimenti tematici

Approccio che seleziona gli emittenti in portafoglio secondo criteri ambientali, sociali e di governance, focalizzandosi su uno o più temi. Alcuni esempi: i cambiamenti climatici, l'efficienza energetica, la salute, ecc.

#### 5. Engagement

Attività che si sostanzia nel dialogo con l'impresa su questioni di sostenibilità e nell'esercizio dei diritti di voto connessi alla partecipazione al capitale azionario. Si tratta di un processo di lungo periodo, finalizzato ad influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa e ad aumentare il grado di trasparenza.

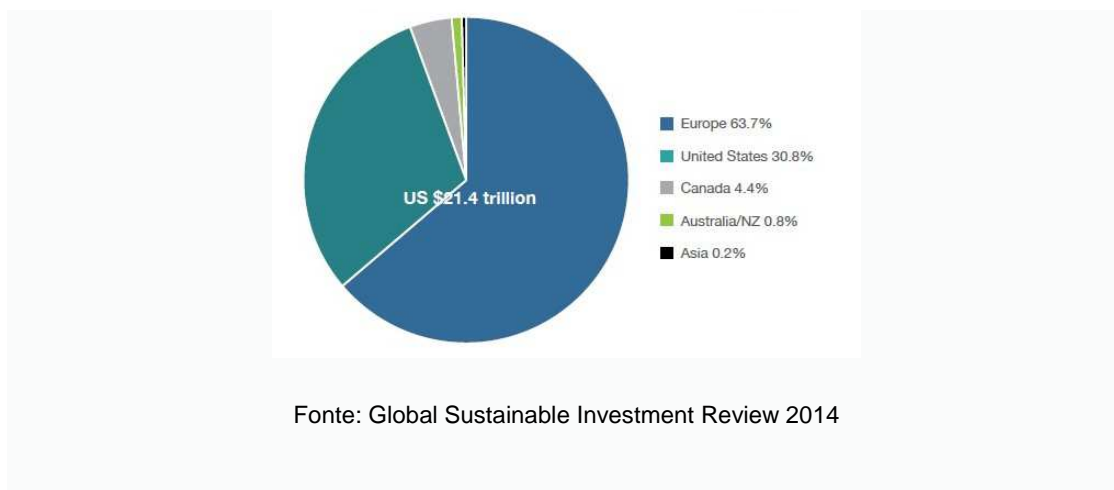
## Le dimensioni del mercato

---

### *A livello mondiale*

Secondo l'ultimo rapporto della *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*<sup>2</sup>, il mercato degli investimenti sostenibili è cresciuto sia in termini assoluti, passando da 13.300 miliardi di dollari a inizio 2012 a 21.400 miliardi a inizio 2014, sia in termini relativi: a inizio 2014, la percentuale degli asset gestiti secondo criteri di sostenibilità, è pari al 30,2% del totale, contro il 21,5% registrato a inizio 2012. Gli investimenti sostenibili si concentrano soprattutto in Europa (63,7%), ma il tasso di crescita più alto si riferisce agli Stati Uniti, dove le masse gestite secondo criteri SRI sono passate dal 28,2% nel 2012 al 30,8% a inizio 2014.

**Gli investimenti sostenibili a livello mondiale**



<sup>2</sup> <http://www.gsi-alliance.org/members-resources/global-sustainable-investment-review-2014/> (consultato il 24 settembre 2015).

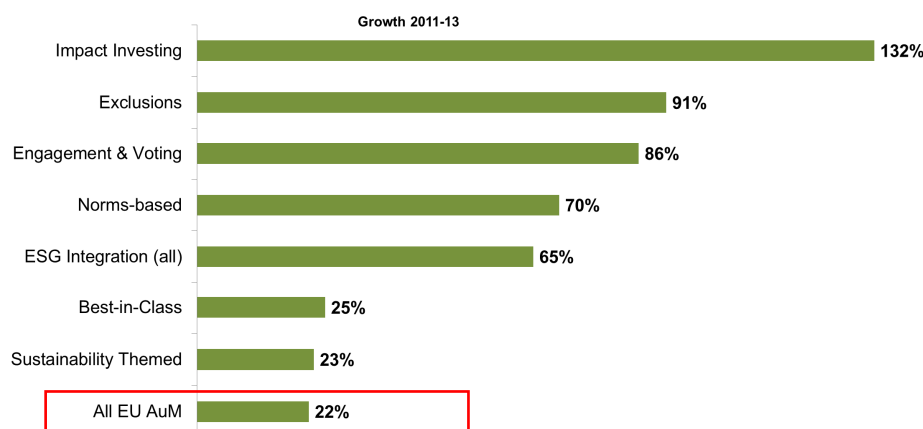
## A livello europeo

L'edizione 2014 dell'*European SRI Study* di Eurosif<sup>3</sup> fotografa una situazione di crescita a doppia cifra per tutte le strategie di investimento sostenibile tra il 2011 e il 2013, con un progresso più marcato rispetto a quello del mercato europeo del risparmio gestito.

In Europa le esclusioni rappresentano ben il 41% delle masse gestite complessive, pari a circa 6.900 miliardi di euro, mentre gli investimenti ad alto impatto sociale (come microcredito o social housing), pur essendo i meno rilevanti in termini di asset, hanno registrato il tasso di crescita più alto negli ultimi due anni monitorati (+132%), raggiungendo i 20 miliardi di euro.

### Lo sviluppo degli investimenti sostenibili in Europa

In € million (EU 13)	2011	2013	CAGR 2011 - 2013	Growth 2011-13
Sustainability Themed	€ 48.046	€ 58.961	10,8%	22,7%
Best-in-Class	€ 283.081	€ 353.555	11,8%	24,9%
Norms-based Screening	€ 2.132.394	€ 3.633.794	30,5%	70,4%
Exclusions	€ 3.584.498	€ 6.853.954	38,3%	91,2%
ESG Integration (incl. research available)	€ 3.164.066	€ 5.232.120	28,6%	65,4%
Engagement and Voting	€ 1.762.687	€ 3.275.930	36,3%	85,8%
Impact Investing	€ 8.750	€ 20.269	52,2%	131,6%
EU Industry (EFAMA est.)	€ 13.800.000	€ 16.800.000		21,7%



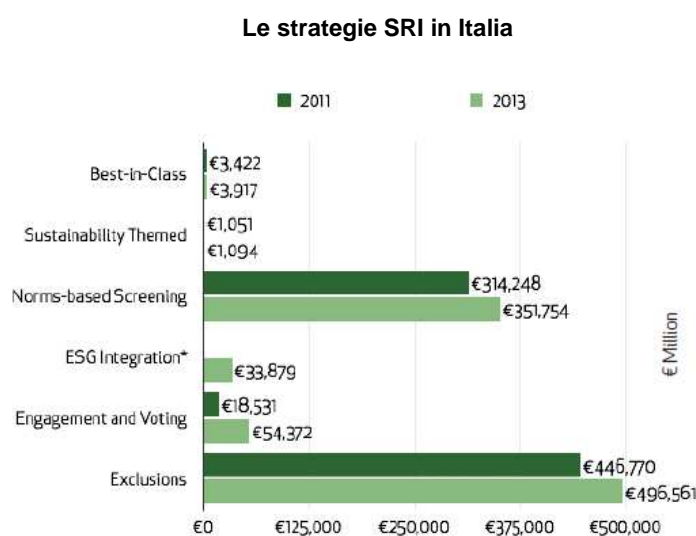
Fonte: Eurosif, *European SRI Study*, 2014

<sup>3</sup> <http://finanzasostenibile.it/images/stories/docs/European-SRI-Study-2014.pdf> (consultato il 24 settembre 2015).

## In Italia

Il mercato SRI italiano sperimenta una crescita moderata ma costante, concentrata sulle strategie più classiche: esclusioni e convenzioni internazionali. I dati mostrano inoltre una crescente applicazione della pratica dell'engagement.

Il contesto italiano è ad oggi dominato dagli investitori istituzionali, che rappresentano più del 90% del mercato; un particolare interesse verso l'SRI è dimostrato soprattutto dai fondi pensione e dalle imprese assicuratrici, che con l'investimento responsabile hanno in comune l'orizzonte di lungo periodo e – nel quadro del dovere fiduciario verso gli aderenti – una gestione responsabile dei rischi e delle opportunità connesse agli investimenti.



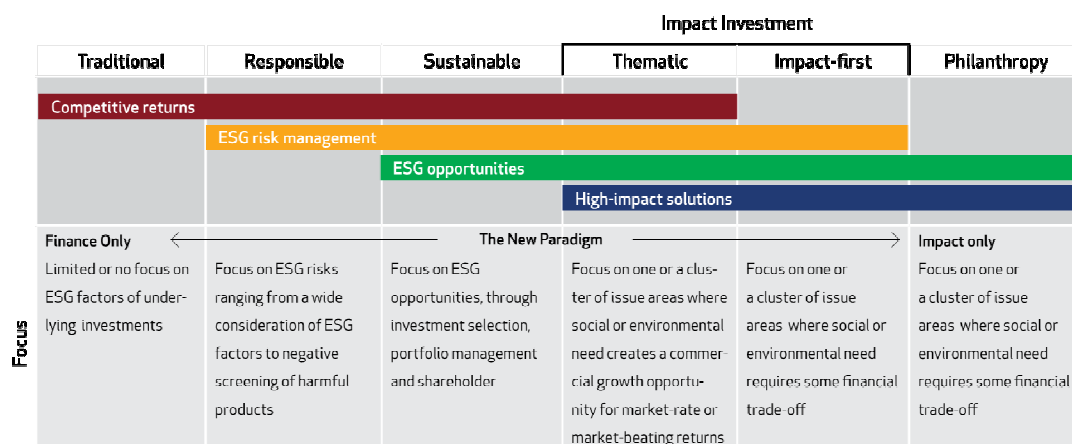
Source: Eurosif \*Only explicit and systematic Integration practices in 2013

Fonte: Eurosif, *European SRI Study*, 2014

## Finanza e sostenibilità

L'SRI è un fenomeno complesso, che esprime approcci diversi a seconda della natura e delle finalità degli investitori – motivazioni autodirette o altruistiche.

Si potrebbero rappresentare i diversi approcci degli investitori su un asse compreso tra i due poli dell'orientamento al rendimento, da un lato, e dell'orientamento all'impatto socio-ambientale degli investimenti, dall'altro, con diverse posizioni intermedie:



Fonte: Eurosif, *European SRI Study*, 2012

Occorre però sottolineare che l'integrazione di criteri ambientali, sociali e di buon governo societario nelle decisioni di investimento è oggi sempre più diffusa, anche tra gli investitori maggiormente interessati al rendimento finanziario. Numerosi studi hanno infatti mostrato come l'SRI si riveli non meno (e in alcuni casi *più*) redditizio rispetto agli investimenti tradizionali. Per questo motivo sempre più investitori prendono in considerazione le tematiche ESG nelle decisioni di investimento, spostandosi quindi – all'interno della figura sopra riportata – da sinistra verso il centro.

### I vantaggi dell'SRI

In generale, lo scopo finale dell'SRI è influenzare le strategie, le politiche e le pratiche degli emittenti (delle imprese ma anche degli Stati) a cui si offre capitale (di rischio, di credito o di debito).

Questo approccio esprime una razionalità economica in termini di riduzione dei rischi e di valorizzazione delle opportunità. Il beneficio socio-ambientale può configurarsi come una componente aggiuntiva di natura positiva (lato sinistro dello schema sopra riportato) o come il reale obiettivo dell'investitore (lato destro).

In particolare, per quanto riguarda gli investimenti in società quotate e non, occorre sottolineare che il fatto di privilegiare imprese sostenibili e responsabili comporta un miglioramento dell'impatto delle attività economiche sull'ambiente e sulla società – e quindi promuove il perseguimento di obiettivi coerenti con le finalità delle politiche pubbliche, a livelli diversi (dal governo centrale alle autorità locali). Inoltre, imprese sostenibili e responsabili possono attirare capitali di investitori attenti ai temi della sostenibilità, sempre più numerosi, a livello europeo e non solo.

Le società più fortemente impegnate sui temi ESG (acronimo dall'inglese *Environmental, Social and Governance*), del resto, hanno sofferto meno il rischio sistemico connesso alla crisi degli ultimi anni. Analogamente, a livello di emittenti governativi, esiste una correlazione tra i

livelli di libertà e di sviluppo umano e la competitività del sistema economico, che influenza la capacità di quest'ultimo di creare valore.

Da questo punto di vista, l'approccio sostenibile all'investimento è coerente con la funzione dei mercati di allocare in modo efficiente le risorse tra i soggetti economici, a tutela dell'interesse degli investitori. Fermo il sistema dei vincoli legati alle normative vigenti, l'applicazione dei criteri ESG contribuisce a migliorare l'efficacia del processo di investimento e incrementa le esternalità positive per la società.

### **Trasparenza e consapevolezza nelle decisioni di investimento**

Il Forum per la Finanza sostenibile è convinto che la finanza sia un'attività non neutrale dal punto di vista sociale e ambientale. I fornitori di capitale, infatti, attraverso specifiche scelte di allocazione, possono orientare l'economia verso una direzione o un'altra, prendendo in considerazione in misura più o meno esplicita anche gli interessi generali della collettività.

Occorre promuovere un contesto in cui gli investitori finali (gli asset owner, istituzionali o privati che siano) siano messi nelle condizioni di conoscere e di assumere decisioni consapevoli anche in ragione delle conseguenze non strettamente finanziarie delle proprie scelte di investimento. La responsabilità etica delle scelte di investimento, cioè, non si limita a chi esercita l'attività economica, ma si estende a chi la finanzia.

In questo contesto assumono un'importanza cruciale, da un lato, il livello di trasparenza assicurato dagli operatori (emittenti, intermediari, investitori) e, dall'altro, il grado di cultura finanziaria dei cittadini risparmiatori. Infatti, un cittadino in grado di effettuare scelte pienamente consapevoli, in linea con gli indirizzi generali sopra richiamati, può contribuire in misura decisiva al sostegno e alla diffusione delle migliori pratiche in questo delicato settore della vita economica e sociale.

Il policy maker che abbia una visione chiara del modello di società che intende promuovere ha la possibilità di incoraggiare la finanza sostenibile, attraverso gli strumenti che ha a disposizione.

Per quanto riguarda gli investimenti sostenibili e responsabili, l'Italia potrebbe ispirarsi alle norme approvate in altri Paesi europei volte, da un lato, a vietare alcune pratiche controverse (es. esclusione degli investimenti in "munizioni a grappolo" in diversi Paesi tra cui Belgio, Francia, Olanda e Svizzera) e, dall'altro, miranti a incoraggiare una maggior trasparenza e gestione dei rischi connessi agli aspetti sociali e ambientali – alcuni esempi di norme in vigore in altri Paesi europei sono forniti nell'appendice del presente documento.

## Misure da introdurre in Italia: alcune proposte

### Ambito 1: investitori privati

In tutti i Paesi europei, l'investimento sostenibile e responsabile detenuto direttamente dalle famiglie (principalmente attraverso fondi comuni) rappresenta una minima quota sul totale gestito. Tuttavia, è di tutta evidenza che solo a fronte di un diffuso consenso politico attorno agli obiettivi del movimento SRI si potrà fondare un significativo spostamento di masse investite da parte degli istituzionali. Occorre cioè che si consolidi una domanda forte di comportamenti socialmente responsabili in capo agli operatori professionali da parte dell'opinione pubblica.

<b>Obiettivo</b>	<b>Azione</b>
Incentivare la quota di investimento responsabile delle famiglie	Utilizzare la leva fiscale per premiare le scelte di investimento sostenibili e responsabili, soprattutto se orientate al medio lungo periodo.
	Sostegno di iniziative di comunicazione e di campagne di informazione volte a informare i risparmiatori sul valore dell'investimento sostenibile e responsabile.

### Ambito 2: investitori istituzionali (fondi pensione e casse di previdenza, imprese assicuratrici, Fondazioni, SGR)

Gli investitori istituzionali sono i soggetti chiave in questa vicenda. Pur in presenza di un rationale economico che, da solo, dovrebbe giustificare l'assunzione di politiche SRI, un sistema di regole che incentivi queste pratiche potrebbe accelerare il processo di cambiamento, premiando i soggetti più proattivi e innovatori.

<b>Obiettivo</b>	<b>Azione</b>
Vietare le pratiche più controverse	Approvare in tempi rapidi il DDL che vieta investimenti finanziari su ordigni proibiti da convenzioni internazionali sottoscritte e ratificate dal nostro Paese <sup>4</sup> .
Aumentare l'attivismo	Rendere obbligatoria la pubblicazione delle politiche di voto e di rendicontazione sull'esercizio dei diritti di voto, estendendo quindi anche a investitori previdenziali e fondazioni quanto normato dal regolamento ISVAP n. 35/2010 art. 23 e 24, relativamente ai contratti assicurativi qualificati come "etici" o "socialmente responsabili" (tra le informazioni da fornire, figurano anche "le politiche e gli obiettivi eventualmente perseguiti nell'esercizio dei diritti di voto connessi agli strumenti finanziari detenuti in portafoglio") – così come peraltro indicato anche dalla Shareholder's Rights Directive.
Favorire l'integrazione	Dare nuovo impulso alla Legge 23 agosto 2004 n. 243 e il D.lgs. 5.12.2005, n. 252 per favorire l'integrazione degli

<sup>4</sup> Fermo da due anni presso le Commissioni Finanze di Camera e Senato, il Disegno di Legge è volto ad impedire il finanziamento ed il sostegno delle imprese produttrici di mine antipersona, di munizioni e sub-munizioni cluster da parte delle banche, delle SIM, delle società di gestione del risparmio, delle SICAV, dei fondi pensione, delle Fondazioni bancarie e, comunque, di tutti gli intermediari finanziari.

Il DDL aveva già superato definitivamente l'esame della Commissione Finanze nella precedente legislatura (XVI). Ripresentato nell'attuale legislatura nel marzo 2013 (S.57 al Senato e C. 119 alla Camera), il Disegno è ancora bloccato in Parlamento.

	aspetti sociali, etici ed ambientali negli investimenti. Incentivare la trasparenza degli intermediari finanziari su come i fattori ESG vengano integrati nei processi di investimento.
Promuovere il sostegno all'economia reale	Introdurre clausole relative ai temi di sostenibilità nelle misure (es. "credito d'imposta") volte ad incentivare gli investimenti nelle imprese operanti in Italia da parte degli investitori istituzionali.
Agevolare investimenti di medio/lungo termine	Premiare attraverso riduzioni fiscali gli investimenti di lungo periodo e disincentivare il trading meramente speculativo.
Sensibilizzare in merito agli impatti finanziari dei rischi legati ai temi ESG	Per fondi pensione e casse di previdenza: introdurre l'obbligo di rendicontare il grado di integrazione degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi di investimento, per esempio rendendo pubblici sia i rischi associati al cambiamento climatico sia il livello di emissioni di gas a effetto serra generate (seppur indirettamente) dai titoli inseriti in portafoglio – cfr. legge approvata in Francia lo scorso 26 maggio.

### Ambito 3: imprese quotate

Gli emittenti sono l'oggetto su cui si concentra lo sforzo di cambiamento promosso dagli investitori sostenibili e responsabili. L'obiettivo finale di questi ultimi è, infatti, quello di influenzare il modo in cui le imprese gestiscono gli aspetti ESG. La trasparenza delle informazioni che esse forniscono ai mercati è essenziale per permettere alla comunità finanziaria di assumere scelte di investimento fondate su elementi credibili.

<b>Obiettivo</b>	<b>Azione</b>
Aumentare il livello di trasparenza sui temi ESG	Recepimento non minimale della direttiva sulla rendicontazione extra-finanziaria.  In particolare, introdurre l'obbligo di rendicontazione sugli aspetti di governance e sugli impatti socio-ambientali diretti e indiretti oltre che sulla gestione/riduzione dei rischi legati al cambiamento climatico.
Scoraggiare e compensare l'inquinamento ambientale	Introdurre una tassa sulle emissioni CO2, i cui proventi potrebbero finanziare iniziative volte alla riduzione dell'impatto ambientale e alle misure di mitigazione.

### Ambito 4: imprese non quotate e social business

In un contesto come quello italiano, in cui le PMI rappresentano l'elemento distintivo del sistema economico, occorre introdurre una serie di meccanismi che favoriscano la progressiva estensione degli standard ESG oggi adottati dalle grandi imprese.

Inoltre, soprattutto in una fase di riduzione delle risorse pubbliche destinate ai servizi sociali (sanità, assistenza, educazione, cultura, sport, servizi pubblici locali ...) riteniamo vada sostenuto lo sviluppo dell'economia sociale (nella tradizionale forma della cooperazione e in quella più innovativa del cd social business), rispetto alla quale la finanza può svolgere un ruolo di moltiplicatore.

<b>Obiettivo</b>	<b>Azione</b>
Aumentare il livello di trasparenza sui temi ESG	Estendere il campo di applicazione della direttiva sulla rendicontazione extra-finanziaria, in modo da ricomprendere una quota significativa della platea delle



	medie imprese.
Favorire l'accesso ai capitali per le imprese sociali	Creazione di un mercato (Borsa Sociale) rivolto alle imprese sociali per l'incontro tra domande e offerta.
	Introdurre dei vantaggi fiscali per le IPO di (P)MI per quotazioni finalizzate a investimenti di sviluppo – verificati attraverso un sistema di rendicontazione ESG.
Favorire gli investimenti in imprese non quotate e in imprese sociali	Creazione di fondi di garanzia/liquidità (anche pubblici) a supporto. Attivazione di politiche <i>demand side</i> per il sostegno al mercato dell'economia sociale

## Appendice

### Alcuni esempi di politiche di sostenibilità in Europa

---

#### *Austria*

Dal 2002 l'Austria ha adottato una strategia di sviluppo sostenibile a livello nazionale. Ogni due anni, vengono valutati i progressi effettuati in ambiti quali: ricchezza e benessere dei cittadini austriaci, qualità della vita.

Dal 2005, i fondi pensione con un approccio SRI sono tenuti a rendicontare sugli aspetti ambientali, sociali e di governance.

Inoltre, il governo austriaco incoraggia le imprese a pubblicare il bilancio di sostenibilità attraverso l'*Austrian Sustainability Reporting Award - ASRA*, premio assegnato annualmente alle imprese austriache che si sono maggiormente distinte per l'integrazione dei criteri ESG nella loro attività e per la qualità della rendicontazione.

#### *Belgio*

Dal 2003, i fondi pensione complementari (Supplementary Pension Funds) sono tenuti a fornire informazioni sui temi ESG.

Il Belgio è il primo Paese ad aver vietato il finanziamento delle armi controverse, nel marzo 2007.

Inoltre, da novembre 2012, i fondi comuni di investimento sono obbligati a esplicitare in che misura tengono conto dei fattori sociali, etici e ambientali nelle loro politiche di investimento.

Dal 2013, la federazione belga del settore finanziario (Febelfin) e l'associazione degli *asset manager* (BEAMA) hanno armonizzato le proprie definizioni di "finanza sostenibile", anche in riferimento ai prodotti rivolti al mercato retail. I fondi SRI sono soggetti a specifici obblighi di divulgazione; inoltre, devono adeguarsi agli standard dell'European Transparency Code e adottare specifiche politiche in relazione alle attività controverse.

#### *Francia*

La Loi Grenelle II del 2012 obbliga le imprese di almeno 500 dipendenti a pubblicare un bilancio sociale e ambientale; inoltre, le imprese sono tenute a far verificare da organismi terzi le informazioni di natura socio-ambientale che devono fornire agli azionisti.

Inoltre, il 26 maggio scorso il Parlamento francese ha approvato un progetto di legge che prevede per gli investitori istituzionali l'obbligo di rendicontare il grado di integrazione degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi di investimento, rendendo pubblici sia i rischi associati al cambiamento climatico sia il livello di emissioni di gas a effetto serra generate (seppur indirettamente) dai titoli inseriti in portafoglio. A partire dall'esercizio 2016, gli investitori istituzionali dovranno infatti inserire nel bilancio annuale informazioni relative alle emissioni prodotte dai loro investimenti, da un lato, e alle misure adottate per contribuire a limitare il cambiamento climatico, dall'altro. Inoltre, le società quotate dovranno

pubblicare nel bilancio annuale i dati relativi ai rischi finanziari legati agli effetti del cambiamento climatico e le iniziative intraprese per ridurlo.

### *Germania*

I fondi pensione e le assicurazioni hanno l'obbligo di dichiarare se e in che misura tengono conto degli aspetti ambientali, sociali e di buon governo societario.

Dal 2004, le aziende di grandi dimensioni devono divulgare informazioni di carattere non finanziario.

### *Olanda*

I fondi pensione devono dichiarare quali linee guida adottano in riferimento agli investimenti responsabili e in che misura gli elementi sociali, ambientali o etici sono presi in considerazione ("Wet Versterking Pensioenfondsbestuur" del 13 luglio 2013; legge sulla governance dei fondi pensione).

Dal 2013, per gli investitori istituzionali vige il divieto di investire in munizioni a grappolo.

Per quanto riguarda il settore retail, gli investimenti in fondi che investono in progetti sostenibili godono di una tassazione agevolata.

### *Spagna*

Dal 2014, i fondi pensione e i piani pensionistici spagnoli sono sottoposti all'obbligo di dichiarare se tengono conto degli aspetti e dei rischi ESG nelle decisioni di investimento, secondo l'approccio "comply or explain" (RD 681/2014 del 1° Agosto).

Il 24 ottobre 2014, la Direzione Generale del Lavoro e della Responsabilità Sociale d'Impresa (*Ministerio de Empleo y Seguridad Social*), ha approvato la Strategia Nazionale di Responsabilità Sociale d'Impresa 2014-2020. Quest'ultima include un capitolo dedicato agli investimenti sostenibili (Capitolo 6.5<sup>5</sup>), in cui si dichiara che la Responsabilità Sociale d'Impresa può costituire un elemento di attrazione degli investimenti e incentivare uno sviluppo responsabile e sostenibile. Si citano inoltre alcune misure (per esempio, favorire incontri tra imprenditori e investitori sostenibili) volte a sensibilizzare gli analisti finanziari e gli investitori rispetto all'importanza di includere criteri di sostenibilità nelle decisioni di investimento.

### *Svizzera*

Approvata con un referendum nel 2013, la cosiddetta "Minder Initiative" contro le remunerazioni eccessive dei manager stabilisce anche l'obbligo per i fondi pensione di esercitare attivamente i diritti di voto nei confronti delle società svizzere inserite in portafoglio. I fondi pensione devono votare negli interessi degli iscritti e rendere pubblica la politica di voto adottata; le violazioni a tali norme sono punite con un massimo di tre anni di carcere.

Inoltre, la Svizzera ha adottato specifiche misure volta al contenimento delle emissioni di gas a effetto serra e in particolare le emissioni di CO<sub>2</sub>: in particolare, è in vigore una tassa sui carburanti ("Klimarappen/Centime Climatique"). I proventi derivati da tale tassazione devono essere impiegati per finanziare progetti di protezione del clima in Svizzera e in altri Paesi.

---

<sup>5</sup> [http://www.empleo.gob.es/es/sec\\_trabajo/EERSE\\_WEB.pdf](http://www.empleo.gob.es/es/sec_trabajo/EERSE_WEB.pdf)

## Disclaimer

Il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione multistakeholder, che unisce organizzazioni diverse per natura e finalità. Ciò significa che questo documento non necessariamente rappresenta la posizione di tutti gli Associati.