



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

**Corso di Laurea Magistrale in
Scienze Economiche e Finanziarie**

**DALLA CRISI AD OGGI. LA FINANZA ETICA COME
ALTERNATIVA ALLA FINANZA TRADIZIONALE**

**FROM THE CRISIS TO THE PRESENT DAY. ETHICAL FINANCE
AS AN ALTERNATIVE TO TRADITIONAL FINANCE**

Relatore:

Prof. Giulia Bettin

Tesi di Laurea di:

Paoluzzi Paolo

Anno Accademico 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1.....	3
LE LACUNE DEL SISTEMA FINANZIARIO DURANTE LA CRISI.....	3
1.1 DALLA CRISI DEL 1929 ALLA CRISI DEL 2008.....	3
1.1.1 Breve confronto con la crisi del '29.....	3
1.1.2 Le tappe della crisi e le risposte della FED	7
1.1.3 La crisi in Europa e le risposte della BCE	12
1.2 LE CAUSE DELLA CRISI	17
1.2.1 Le disuguaglianze di reddito.....	17
1.2.2 Il processo di deregolamentazione.....	23
1.2.3 La cartolarizzazione e i derivati.....	25
1.2.4 Le agenzie di rating.....	27
1.3 L'EVOLUZIONE DEL MONDO FINANZIARIO DOPO LA CRISI	31
1.3.1 Riforme ed accordi post-crisi.....	31
1.3.2 Dieci anni dopo la crisi	34
CAPITOLO 2.....	40
LA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE	40
2.1 ORIGINI E PRINCIPI DELLA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE	40
2.1.1 Origini e diffusione	40
2.1.2 I principi.....	45
2.2 GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE	48
2.2.1 L'investimento sostenibile e responsabile	48

2.3 GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA COME LOTTA ALLE DISUGUAGLIANZE.....	54
2.3.1 I Principali strumenti contro le disuguaglianze	54
2.3.2 Iniziative Europee	61
2.3.3 Iniziative Italiane	65
2.3.4 Iniziative paesi emergenti	70
CAPITOLO 3.....	76
LE BANCHE ETICHE E IL CONFRONTO CON QUELLE TRADIZIONALI .	76
3.1 LO SVILUPPO DELLE BANCHE ETICHE IN EUROPA	76
3.2 LA FINANZA ETICA IN ITALIA.....	80
3.2.1 La prima legge sulla finanza etica	80
3.2.2 L’esperienza di Banca Etica.....	83
3.2.3 Etica Sgr.....	87
3.3 CONFRONTO TRA BANCHE TRADIZIONALI E BANCHE ETICHE	90
CONCLUSIONI	96
BIBLIOGRAFIA	98

INTRODUZIONE

L'obiettivo principale di questo elaborato è quello di esporre le caratteristiche, gli strumenti e lo sviluppo della finanza etica e sostenibile, la quale si presenta come una valida alternativa alla finanza tradizionale. In particolare, si cercherà di evidenziare come la finanza etica è in grado di rispondere alle lacune e ai limiti che presenta la finanza tradizionale. Tali limiti, lacune e problematiche sono emersi con la recente crisi economico-finanziaria, con la conseguenza che l'interesse dell'opinione pubblica riguardo la finanza etica è cresciuto esponenzialmente. Infatti, la finanza etica è caratterizzata dal fatto che ciò che spinge gli agenti economici ad agire non è il solo ottenimento del massimo profitto possibile ma anche il raggiungimento di elementi solidaristici e di responsabilità sociale, abbinando lo scopo lucrativo con la salvaguardia dei più deboli e un'attenzione maggiore all'ambiente nel suo complesso senza trascurare la governance d'impresa. Il primo capitolo descriverà brevemente la crisi economico-finanziaria del 2008, soffermandosi sulle cause che l'hanno provocata, come le disuguaglianze di reddito e il ruolo della deregolamentazione finanziaria, e sugli errori commessi dai principali attori finanziari. In particolare l'analisi si concentrerà sulle grandi banche che, per aumentare sempre più i loro profitti, hanno assunto rischi finanziari sproporzionati a spese dei correntisti. Inoltre, nella parte finale del capitolo verrà mostrato come nonostante questa recessione abbia messo in luce i limiti e le principali attività che caratterizzano la finanza tradizionale, a circa dieci anni di distanza, la situazione non sembra del tutto cambiata. Nel secondo capitolo verrà introdotta la finanza etica e sostenibile, partendo da una breve descrizione storica fino ad elencare i principi che la caratterizzano. Verranno poi definiti tutti gli strumenti della finanza etica,

dall'investimento socialmente responsabile, mostrando la crescita di tale strumento negli ultimi anni, all'investimento ad impatto, sottolineando soprattutto il ruolo di quest'ultimo nella lotta verso la riduzione delle disuguaglianze, in riferimento all'Europa, l'Italia e i paesi emergenti. Infine, nel terzo capitolo, l'analisi si sposterà sullo sviluppo e la crescita delle banche etiche in Europa. Inoltre, dopo aver visto come la prima legge sulla finanza etica sia di stampo italiano, verrà analizzata la crescita di Banca Etica, unica banca etica italiana, e di Etica sgr, società di gestione del risparmio appartenente allo stesso gruppo della banca. In particolare, verranno mostrati i principi, le attività, il rapporto con i soci e, attraverso il bilancio d'esercizio, i risultati economici e sociali. Infine ci sarà un confronto, relativamente ai risultati economici-finanziari attraverso i dati di bilancio, tra un gruppo di banche etiche europee ed uno di banche tradizionali, in modo da evidenziare le differenze di performance tra i due diversi modelli bancari, sia durante la crisi che negli ultimi anni.

CAPITOLO 1

LE LACUNE DEL SISTEMA FINANZIARIO DURANTE LA CRISI

1.1 DALLA CRISI DEL 1929 ALLA CRISI DEL 2008

1.1.1 Breve confronto con la crisi del '29

La storia degli ultimi anni è stata segnata da una crisi economica di enormi proporzioni che, in modi e misure differenti, ha investito l'intero pianeta. Iniziata nel 2007 essa può essere paragonata per molti aspetti alla crisi del 1929. Al tempo stesso, tuttavia, presenta elementi di forte originalità, i quali derivano dai tratti specifici che il capitalismo ha assunto nell'epoca della globalizzazione e, in particolare come analizzato nei paragrafi successivi, dal ruolo crescente e sempre meno regolamentato che in esso gioca la grande finanza internazionale. Relativamente alle cause della crisi del '29, l'economista Galbraith elenca quelle che secondo lui sono le principali¹:

- una cattiva distribuzione del reddito,
- una cattiva ed errata struttura nonché gestione delle aziende industriali e finanziarie
- una cattiva struttura del sistema bancario,
- un eccesso di prestiti a carattere speculativo,
- un'errata scienza economica intesa come perseguimento ossessivo del pareggio di bilancio e quindi assenza di intervento statale.

Nei paragrafi successivi verranno analizzate in modo dettagliato le principali cause della crisi del 2008 e sarà evidente così la somiglianza con quest'ultime elencate da Galbraith; di conseguenza verrà evidenziato come gli errori commessi in passato non sempre

¹ Galbraith J.K.; *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin, 1954;

fungono da insegnamento per il futuro, tuttavia la storia ci insegna però che, seppur in presenza di un miglioramento delle istituzioni e delle misure di politica economica, vi sarà sempre la tentazione di oltrepassare i limiti. Per quanto riguarda le analogie con la Grande Depressione del '29, entrambe le crisi sono state precedute da forti boom economici, da un clima dominato da euforia e da una politica monetaria accomodante. In particolare, gli USA dall'inizio della prima guerra mondiale, grazie alle grandi innovazioni tecnologiche come radio, telefono ed energia elettrica, e allo sviluppo di settori come quello automobilistico, petrolifero ed immobiliare avevano riscontrato un forte incremento del Prodotto interno lordo a cui si era associata la crescita dell'indice azionario Dow Jones. Infatti, nel periodo che va dal 1922 al settembre 1929 (apice della bolla azionaria di Wall Street), tale indice era passato dal valore di 63 a 381,17 ossia aveva registrato un incremento di circa il 500%, numero che esprime bene il senso di entusiasmo diffuso dei cosiddetti "ruggenti anni-venti" americani.² Per quanto riguarda invece il boom economico degli anni '90 che ha preceduto la crisi del 2008, questo è stato reso possibile da una politica economica basata sulla deregolamentazione dell'attività finanziaria e sulla diminuzione delle tasse. Tuttavia tale boom, a differenza del precedente, ha subito un'importante flessione intorno alla fine degli anni '80, a causa della caduta del muro di Berlino e della disgregazione dell'Unione Sovietica che comportò un aumento della disoccupazione e un innalzamento della pressione fiscale. Successivamente l'economia americana riprese la strada della crescita grazie all'esplosione di internet, ai modici tassi d'interesse, ai bassi prezzi energetici e al ritorno del mercato immobiliare ai livelli degli anni '80.

² Consob; *Le crisi finanziarie*, si veda il sito della Consob all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>;

Relativamente al settore finanziario, sia prima del crollo degli anni trenta che prima della bancarotta di Lehman Brothers, la finanza degli Stati Uniti aveva conosciuto un forte boom accompagnato da un enorme ondata di speculazione dovuta alla facile concessione di credito da parte delle banche. Inoltre in entrambi i periodi delle crisi ci fu una prorompente innovazione del settore finanziario con la nascita dell'investment trust³ che comportò grandi flussi speculativi. Tuttavia va sottolineato come tali innovazioni finanziarie siano diverse sul piano della diffusione, in quanto i mercati azionari del periodo della Grande Depressione erano pochi, ristretti e ancora “alle grida”, a differenza di quelli telematici attuali; di conseguenza il numero di soggetti coinvolti, la velocità, il numero e i valori delle operazioni non sono neanche lontanamente paragonabili. Differenze sostanziali invece si riscontrano riguardo alle contromisure prese a crisi avviate. Mentre nel secolo scorso gli stessi banchieri, per scongiurare una catastrofe, misero mano al portafoglio per fare acquisti pubblici e sensazionali su azioni quotate, come ad esempio la J.P. Morgan, che insieme ad altri banchieri, durante una seduta proclamò a gran voce i suoi acquisti sui maggiori titoli del New York Stock Exchange, in quella più recente invece sono le banche a chiedere aiuto ai governi e alle istituzioni sovranazionali che hanno iniettato massicce dosi di liquidità per impedire il collasso. Proseguendo in questo breve confronto, è interessante riportare le parole del discorso di Assaf Razin, economista israeliano e docente presso le università di Tel Aviv e di Ithaca. Secondo Razin le somiglianze tra le due grandi crisi che si possono registrare sono sei:

- Entrambe le crisi sono nate a seguito di bolle speculative;
- Sono cominciate nel settore finanziario per poi diffondersi nell'economia reale, provocando il fallimento di numerosi istituti finanziari;

³ Gli investment trust erano l'antesignano dei nostri fondi comuni d'investimento, Consob, le crisi finanziarie.

- Le crisi sembrano essere cominciate con lo scoppio della bolla, anche se forse i prodromi era già avvertibili in precedenza;
- Le banche hanno prosciugato il credito in entrambe le crisi;
- In entrambe le crisi si è fatto ricorso alla politica dei tassi zero negli Stati Uniti;
- La crisi, scoppiata negli Stati Uniti, si è successivamente estesa ad altri Paesi;

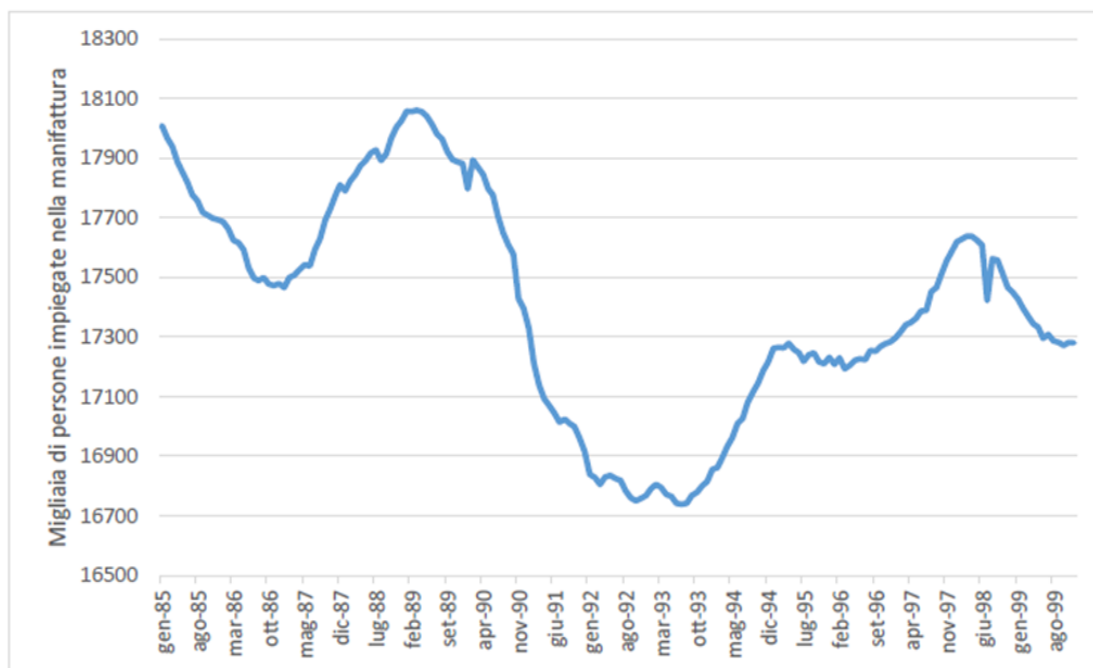
L'economista israeliano ha poi continuato evidenziando anche le differenze. Il tasso di disoccupazione, nel 1930, raggiunse il 25%, mentre nel febbraio del 2009, in America, s'è attestato intorno all'8,1%; la produzione industriale diminuì del 25% dal '29 al '33, mentre dal 2007 all'ultimo trimestre 2008 si arrivò al -2%. Differenze, quelle trattate da Razin, dovute sostanzialmente alla diversa strutturazione industriale del mondo occidentale. Il docente ha poi concluso sottolineando come ci siano elementi sulla quale riflettere. In particolare, ci si dovrebbe soffermare sul perché il mercato dei mutui, quindi delle banche e dei titoli tossici abbia potuto prosperare in un clima di deregulation e di poca trasparenza. Di conseguenza, più trasparenza e regole applicate potrebbero essere gli antidoti per far sì che l'economia globale possa esplicitare tutti i suoi potenziali positivi, poiché Il mercato globale è una gran bella cosa, purché i rischi vengano equamente condivisi e suddivisi tra i vari soggetti. In altre parole, basando lo sviluppo più sull'economia reale che su quella fittizia.⁴

⁴ Razin F.; *La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione?*, Festival dell'economia di Trento, 2009;

1.1.2 Le tappe della crisi e le risposte della FED

La crisi finanziaria dei mutui subprime esplose negli USA tra il 2007 e il 2008 a seguito di un lungo processo iniziato molti anni prima. Non è facile determinare una data o un avvenimento preciso che ha dato inizio a questo lungo processo, tuttavia come detto in precedenza gli USA avevano attraversato un periodo di forte boom economico nei due decenni precedenti che si interruppe solamente alla fine degli anni '80 e in seguito all'11 settembre 2001 con l'attentato alle torri gemelle. Un aspetto interessante di questo boom economico è stato che per la prima volta una crescita economica non fu accompagnata da un aumento dell'occupazione in tutti i settori. (Figura 1.1)

Figura 1.1: Andamento del tasso di occupazione negli Stati Uniti dal 1985 al 2000



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, All Employees: Manufacturing

Come vediamo appunto dal grafico, nonostante questi due decenni furono caratterizzati da un forte boom economico, l'occupazione non tornò più ai livelli precedenti agli anni '90, ad eccezione del settore finanziario, dove una crescita dei servizi finanziari stimolata dal taglio delle imposte sui redditi di capitale, non fece altro che provocare un'ondata di investimenti in borsa che portò il livello delle attività a non avere più una relazione con il loro valore intrinseco. Questa situazione spinse la Federal Reserve a mantenere bassi i tassi d'interesse in modo da stimolare la creazione di nuovi posti di lavoro; tuttavia fu terreno fertile per la crescita non controllata di assunzione di rischi finanziari.⁵ Infatti in tale contesto di bassi tassi d'interesse e di incentivi da parte del governo per l'acquisto della prima casa, un numero sempre maggiore di cittadini americani iniziò a richiedere i mutui. Tali mutui, garantiti da un'ipoteca sulla casa che veniva acquistata, prevedevano di regola un pagamento a tasso fisso per due o tre anni che diventava variabile negli anni successivi, adeguandosi ai tassi di interesse definiti dalla banca centrale. In base a questo meccanismo, l'estrema facilità di accesso al credito aveva il suo corrispettivo, dopo poco tempo, in una crescita consistente delle rate che i debitori dovevano pagare per i successivi due o tre decenni. E tuttavia il costante aumento del valore delle case, prodotta dall'euforia del mattone, sembrava in grado di cancellare ogni preoccupazione. Nella peggiore delle ipotesi, infatti, i mutuatari ritenevano di poter mettere in vendita il proprio immobile e ricavarne ancora dei vantaggi. Molto spesso, anzi, i nuovi proprietari, vedendo rivalutarsi il prezzo della propria casa, chiedevano e ottenevano ulteriori prestiti, garantiti dal valore accresciuto degli immobili, per pagare le tasse universitarie ai figli o acquistare una nuova auto. In diversi casi, essi si spinsero a comprare nuove case come forma sicura di investimento. Il risultato fu un indebitamento vertiginoso delle famiglie

⁵ Rajan R.G.; *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano l'economia globale*, Einaudi, 2012;

americane. Anche le banche e gli istituti finanziari ritenevano di non correre grandi pericoli nell'esporsi alla concessione di tali prestiti. Non tanto perché, in ultima istanza, potevano entrare in possesso delle case degli eventuali mutuatari insolventi e rimetterle in vendita a un prezzo superiore, quanto soprattutto perché grazie al meccanismo della cartolarizzazione scaricavano sul mercato il rischio dei mutui subprime. Inoltre a causa della cartolarizzazione, questi prestiti una volta che venivano trasformati in titoli diventavano oggetto di scambio nei mercati finanziari, in particolare nei mercati dei derivati, ovvero al di fuori di qualsiasi regolamentazione. Di conseguenza, data la sicurezza del mercato immobiliare americano, il contesto generale di ottimismo ed euforia e il ruolo delle agenzie di rating che valutavano in maniera molto positiva tali titoli derivati, questi venivano acquistati in tutto il mondo. In un contesto del genere il mercato immobiliare conobbe per alcuni anni una straordinaria espansione. Quando tuttavia tra il 2005 e il 2006 l'offerta di immobili cominciò a superare la domanda, la tendenza prese a invertirsi. Fu allora che, in un mercato ormai saturo, i prezzi delle case dapprima si stabilizzarono e poi iniziarono a scendere. Ciò avvenne proprio mentre la Fed aveva iniziato ad aumentare i tassi di interesse e i mutuatari dovevano cominciare a far fronte alla forte crescita delle rate dei propri mutui, passati dal tasso fisso al tasso variabile. Famiglie e investitori si ritrovarono allora indebitati al di sopra delle proprie possibilità per beni che stavano perdendo il loro valore, di conseguenza in breve tempo smisero di pagare i propri mutui, dando inizio ad una catena di pignoramenti senza precedenti. Nel 2007, 1,3 milioni di proprietà immobiliari vennero messe all'asta per insolvenza, il 79% in più rispetto al 2006.⁶ Nel frattempo le grandi banche e le altre istituzioni finanziarie a livello mondiale cominciarono a registrare gigantesche perdite. In risposta a tale

⁶ Keating D.; *Una spiegazione della crisi economica del 2008*, Cafèbabe!, 2008;

situazione e clima di panico che si era creato, le banche centrali, soprattutto quelle di USA e UE, fornirono fin da subito liquidità alle banche nazionali a fronte di collaterali o garanzie. Già dal 18 settembre 2007 la Fed attuò un taglio di 50 punti base sul tasso dei Fed Funds, invertendo la tendenza di aumento dei tassi che era cominciata nel 2004.⁷ Questi interventi da un lato ridussero la volatilità sui mercati monetari e finanziari, ma dall'altro non riuscirono a rimuovere tutte le difficoltà ancora presenti nel sistema; così dalla seconda metà del 2008, la Federal Reserve perseguì una politica di liquidità espansiva senza precedenti. Il risultato fu l'allargamento della base monetaria da 841 miliardi di dollari nell'agosto 2008 a 1.433 miliardi in novembre, un aumento di ben 592 miliardi in soli 4 mesi. Nel frattempo, il 12 settembre 2008, i vertici delle più importanti banche commerciali e di investimento degli Stati Uniti si riunirono negli uffici della Federal Reserve a Wall Street per valutare la situazione della banca Lehman Brothers e trovare una soluzione di sistema per salvarla dal crac. Tuttavia, non si trovarono accordi per valutare se la banca fosse solvente o no. Infatti, nonostante la grande banca americana riportava in bilancio asset immobiliari per 54 miliardi di dollari, tutti erano convinti che quel valore fosse sopravvalutato. L'amministratore delegato di Bank of America, Ken Lewis, in un messaggio inviato al segretario del Tesoro del governo Bush, Henry Paulson, qualche giorno prima che Lehman dichiarasse bancarotta e quando ancora Bank of America stava valutando se acquistare Lehman con il supporto del Tesoro, scrisse che non solo gli asset immobiliari, ma anche tutti gli altri erano sopravvalutati di almeno 60-70 miliardi. Lehman Brothers aveva cercato di ridurre il suo portafoglio immobiliare e di raccogliere nuovo capitale, ma dopo il fallimento di Bear Stearns lo si poteva fare solo a prezzi di saldo, sempre se si fosse riuscito a trovare qualche compratore. Inoltre,

⁷ Vaciago G, Lossani M., Ambrosiano F., Delli Gatti D., Verga G.; *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio Moneario, 2008;

nonostante le continue rassicurazioni dell'amministratore delegato della banca Richard Fuld, anche il presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, aveva dichiarato che secondo lui Lehman avesse un buco di bilancio troppo grande per essere salvata. Fu così che, non trovando accordi, il 15 settembre 2008, data simbolo della crisi, Lehman Brothers dichiarò bancarotta.⁸

Successivamente divenne chiaro che la sottocapitalizzazione delle banche e degli altri istituti finanziari fosse un problema serio. Di conseguenza nell'ottobre 2008, venne introdotto il TARP ("Troubled Asset Relief Program"), che permise al Tesoro di comprare asset, o iniettare capitale, per circa 700 miliardi di dollari. Ai 700 miliardi che furono richiesti dal Tesoro per comprare dalle banche i titoli spazzatura, vennero aggiunti circa 150 miliardi di sgravi fiscali.⁹ Infine il 16 dicembre 2008, la Fed decise di abbassare ulteriormente il costo del denaro, ad un tasso variabile tra lo 0% e lo 0,25% a seconda delle necessità. Riassumendo, di seguito vengono elencate le tappe della crisi (Figura 1.2):

⁸ Galbiati W.; *La vera storia del fallimento di Lehman Brothers*, La Repubblica, 2018;

⁹ Biraschi P., Caretta A., Padrini F.; *Il piano europeo di ripresa economica tra vincoli e opportunità*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2009;

Figura 1.2: Le tappe della crisi



Fonte: Il sole 24 ore, le tappe della crisi

1.1.3 La crisi in Europa e le risposte della BCE

"Quando gli Stati Uniti starnutiscono il resto del mondo prende il raffreddore".¹⁰

Questa citazione è stata fatta da Nouriel Roubini, docente ed economista americano, nel settembre del 2006 durante un seminario del Fondo monetario internazionale tenutosi a Washington. In quell'occasione, Roubini spiegò come la bolla immobiliare non poteva durare a lungo e come era destinata a scoppiare in tempi brevi, soprattutto perché i

¹⁰ Vergnano F.; *L'uomo che annunciò la madre di tutte le crisi*, il Sole24ore, 2010;

consumatori americani usavano il continuo rinnovo dei mutui casa per sostenere i loro consumi, come "fosse un Bancomat".

Successivamente alla caduta della banca americana Lehman Brothers la crisi divenne di carattere globale. Le motivazioni furono, in primo luogo perché le banche di tutto il globo si ritrovarono con una gran massa di "titoli tossici" e furono dunque spinte, anche per premunirsi contro l'eventualità di corse agli sportelli, sulla strada di una dura stretta creditizia; in secondo luogo perché, soprattutto all'indomani dello choc della Lehman Brothers, la contrazione dell'economia degli Stati Uniti, il più grande paese importatore del pianeta, produsse una pesante riduzione del commercio mondiale, infliggendo forti danni ai molti piccoli e grandi paesi che vi esportavano le proprie merci. Più in generale, la crisi colpì prevalentemente i paesi che presentavano già in sé stessi vulnerabilità più o meno evidenti, in molti casi simili a quelle del sistema americano. Colpì, dunque, soprattutto i paesi più avanzati e in specie l'Europa, vale a dire quelle economie che erano più interconnesse sul piano finanziario, che detenevano le maggiori quote dei titoli "tossici" statunitensi e che, anche indipendentemente dal dissesto americano, avevano praticato i giochi della finanza creativa sull'onda di svariate bolle speculative locali. Fu così che la crisi dei mutui subprime aprì la strada celermente alla crisi del debito sovrano. In Europa, la crisi toccò per prima, Northern Rock, quinto istituto di credito britannico specializzato nei mutui immobiliari, oggetto a metà settembre del 2007 di una corsa agli sportelli. La Banca centrale britannica procedette alla nazionalizzazione dell'istituto, impegnando circa 110 miliardi di sterline. A questo intervento ne seguirono altri, anche nella forma di ricapitalizzazioni e acquisti di obbligazioni a sostegno di varie banche in crisi. Consistenti piani di salvataggio per istituti di credito in difficoltà vennero predisposti da Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi Bassi,

Portogallo e Svezia. Nel complesso gli aiuti erogati dai governi alle banche dei rispettivi sistemi nazionali raggiungono i 3.166 miliardi di euro in Europa, sotto forma di garanzie (2.443 miliardi), ricapitalizzazioni (472 miliardi) e linee di credito e prestiti (251 miliardi).¹¹ Una doverosa premessa da fare è che i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. I cosiddetti Paesi “core”¹² si connotavano per livelli contenuti del debito pubblico e per un'attività economica più solida, mentre i cosiddetti Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi. Nonostante tali differenze, nel 2010 l'Area Euro ha beneficiato della ripresa economica che ha interessato le principali economie avanzate, sebbene con ritmi e modalità diversi tra paesi e aree geografiche. Negli Stati Uniti e in Germania i tassi di crescita del PIL tornarono ai livelli pre-crisi, tuttavia nel Regno Unito e in altri paesi dell'Area Euro questi si mantennero a livelli significativamente inferiori, in particolar modo in Italia. Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali raggiunse livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Lo spread rispetto ai Bund tedeschi passò in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base, precisamente 574 punti base nel mese di novembre 2011 durante una crisi del governo Berlusconi in un voto alla camera.¹³

¹¹ Consob; *Le crisi finanziarie*, si veda il sito della Consob all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>;

¹² Nel 2013, Goldman Sachs definisce come “core” i paesi dell'area euro come Germania, Olanda e Finlandia.

¹³ Il Post; *Breve storia sullo spread*, 2015;

Un ampliamento così consistente dello spread è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri. In risposta a tali situazioni, L'Unione europea è intervenuta, in momenti diversi, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'Area euro nel 2010 al fine di aiutare gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Tuttavia tali interventi apparvero poco incisivi e di conseguenza le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario spinsero la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tra i provvedimenti straordinari adottati dalla BCE ci furono le Long Term Refinancing Operations (LTRO).¹⁴ Il 22 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012 la BCE ha effettuato due LTRO straordinarie sia per durata (dato che la scadenza dei prestiti non era trimestrale ma triennale) sia per importo, oltre 1000 miliardi di euro. Nonostante la loro imponenza questi finanziamenti eccezionali non hanno comunque risolto i problemi strutturali del sistema bancario e delle realtà economiche periferiche della Zona Euro. Inoltre, nell'agosto 2012, la dinamica dello spread dei principali paesi dell'Eurozona mostrava ancora importanti segnali di tensione. Così nel settembre 2012 la BCE annunciava le Outright Monetary Transactions (OMT). Si trattava della possibilità teorica della BCE di acquistare in quantità illimitata titoli governativi di Paesi dell'Eurozona che avessero ricevuto un supporto finanziario da uno dei due fondi Salva Stati (EFSF o ESM), e che

¹⁴ Le LTRO sono aste di liquidità in cui la Banca Centrale soddisfa integralmente la domanda di prestiti proveniente dalle banche dell'Eurozona ricevendo in cambio un tasso di interesse e dei collateralizzati a garanzia della restituzione delle somme erogate dopo un periodo di 3 mesi.

avessero completato con successo i pacchetti di riforme interne abbinati al supporto finanziario prima dell'avvio degli acquisti da parte della Banca Centrale.¹⁵ Successivamente, nel settembre 2014 la BCE assunse due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di avere ormai il polso della gravità della crisi. Infine a causa del persistente declino del tasso di inflazione, la BCE decise di avviare un massiccio programma di Quantitative easing. Questo programma viene spesso presentato come uno strumento di politica non convenzionale, di fatto non lo è. Infatti, gli acquisti dei titoli di stato nel mercato pubblico fanno parte della tradizionale cassetta degli attrezzi delle moderne banche centrali, l'unica novità era l'entità degli acquisti annunciati. Tale entità corrispondeva all'acquisto ogni mese di circa 60 miliardi di euro di titoli di stato dei paesi membri, fino a settembre 2016. Il totale cumulativo di questi acquisti ammontava a 1260 miliardi di euro.¹⁶

¹⁵ Minenna M.; *La moneta incompiuta: il futuro dell'Euro e le soluzioni per l'Eurozona*, Ediesse, 2016;

¹⁶ De Grauwe P.; *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2009;

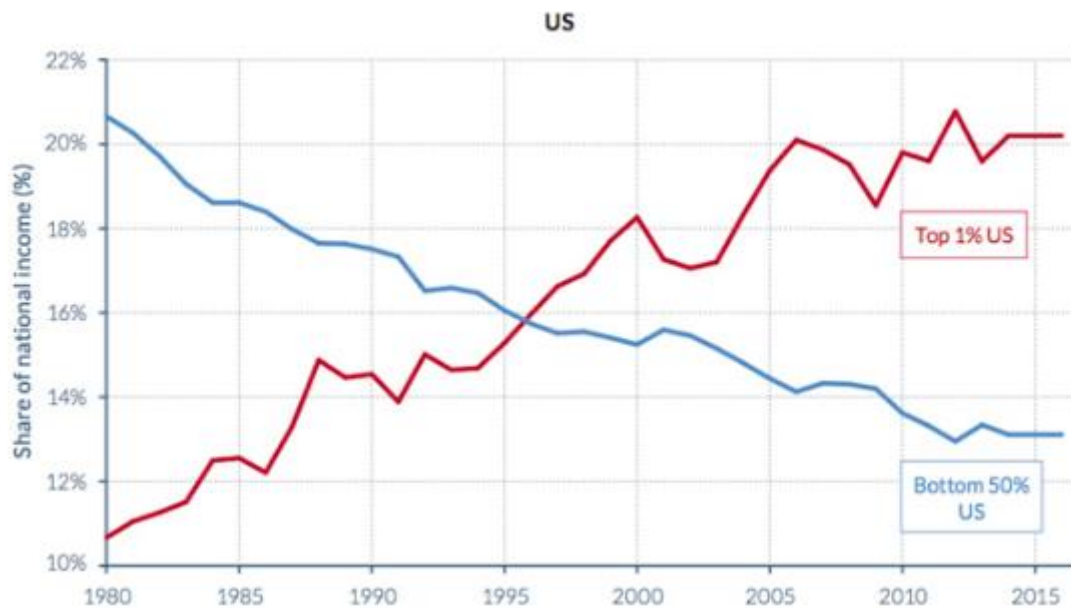
1.2 LE CAUSE DELLA CRISI

1.2.1 Le disuguaglianze di reddito

Quando si parla della crisi economica del 2008, in particolare delle cause che hanno dato luogo a questa crisi, spesso si citano i mutui subprime, le banche d'investimento e tutti gli altri relativi aspetti finanziari, escludendo tuttavia dalle cause le disuguaglianze di reddito tra la popolazione che invece probabilmente ne sono la causa principale. Come vedremo nel paragrafo successivo, a partire dagli anni '80 con le elezioni di Margaret Thatcher in Gran Bretagna e di Ronald Reagan negli USA si affermò una nuova ideologia che prese il nome di neoliberismo e che sostituì quella precedente di stampo Keynesiano. Uno dei principi chiave del neoliberismo è la riduzione dell'intervento dello Stato in economia. Di conseguenza, vengono depotenziati i sistemi di welfare che, secondo i sostenitori di questa teoria economica, sono un fardello troppo pesante per le casse dello Stato e vengono ridotte le tasse sui redditi da lavoro e da capitale, con un'attenzione particolare alle fasce più benestanti della popolazione. Questo perché una delle ipotesi di questa corrente di pensiero, chiamata "trickle down economics", è che favorendo la crescita delle classi più ricche, tutto il Paese andrà a beneficiarne. L'idea è che il guadagno di risorse che ne deriverebbe sarebbe tale da permettere a tutti, anche alle classi più povere, di beneficiare della ricchezza creata, che ricadrebbe a cascata su tutta la popolazione.¹⁷ Tuttavia, i dati sembrano mostrare uno scenario diverso con la forbice tra ricchi e poveri che è cresciuta sempre più negli ultimi trent'anni negli Usa come vediamo nella Figura 1.3 estratta dal Rapporto sulla disuguaglianza nel mondo.

¹⁷ Murgolo E.; *Il sogno iniquo: la crisi del 2008 nasce dalle disuguaglianze*, Lo Spiegone, 2019.

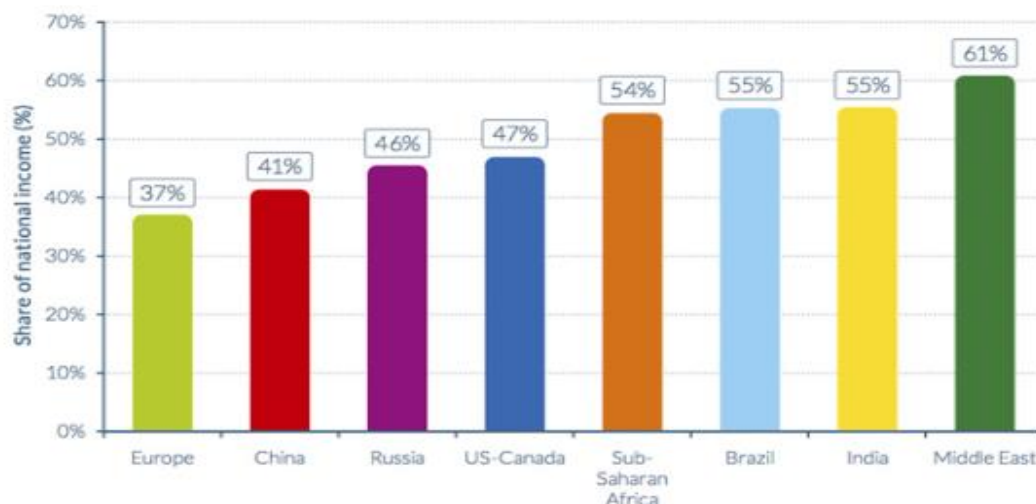
Figura 1.3: Disuguaglianze di reddito negli USA.



Fonte: WID.world (2017). Vedere wir2018.wid.world per dati e serie.

Per quanto riguarda invece il resto del mondo, la mancanza di equità nella distribuzione della ricchezza varia significativamente da paese a paese. Nel 2016, la porzione di reddito nazionale in possesso del 10 per cento più ricco è stata del 37 per cento in Europa, del 41 in Cina, del 46 in Russia, del 47 in America del Nord e attorno al 55 per cento nell'Africa subsahariana, in Brasile e in India. Fino a toccare la punta massima nei paesi del Medio Oriente, con il 61 per cento (Figura 1.4).

Figura 1.4: Reddito nazionale a beneficio del 10% più ricco della popolazione nelle diverse aree geografiche.



Fonte: WID.world (2017). Vedere *wir2018.wid.world* per dati e serie.

A preoccupare sono soprattutto i dati relativi allo sviluppo delle economie africane. La mancanza di equità registrata nella distribuzione della ricchezza prodotta in numerosi paesi del continente potrebbe infatti creare una miscela esplosiva se unita con il forte aumento demografico che si prevede nella stessa area. L’Africa, oggi, ospita infatti il 17 per cento della popolazione mondiale, ma si prevede che la quota debba raggiungere il 26 per cento nel 2050.¹⁸

Dopo aver visto come e perché le disuguaglianze di reddito sono cresciute a dismisura negli ultimi anni, vediamo ora come queste abbiano influito sulla crisi finanziaria tanto da rientrare tra le cause principali della stessa. In merito a questo ci sono due considerazioni da fare. In primo luogo, teoricamente ad una maggiore disuguaglianza dovrebbe corrispondere una diminuzione della domanda aggregata, poiché se i salari reali

¹⁸ Barolini A.; *World inequality report 2018. Cosa dice il rapporto completo sulla disuguaglianza nel mondo*, Lifegate, 2018;

dei ceti medio-bassi non crescono la domanda dei beni sul mercato dovrebbe calare dato che sono proprio questi ceti a spendere in beni di consumo; in secondo luogo, le disuguaglianze economiche sono correlate alle disuguaglianze di opportunità perché se una parte degli individui che fanno parte della forza lavoro non hanno la possibilità di avere condizioni di vita migliori e investire in capitale umano delle future generazioni, inevitabilmente la possibilità di crescita di un Paese ne risentirà.¹⁹ Riguardo a questa seconda ipotesi, un' interessante ricerca del Fondo monetario Internazionale (2014)²⁰ ha evidenziato appunto come i paesi con maggiori disuguaglianze hanno performance economiche peggiori e mostrano instabilità dal punto di vista macroeconomico. Lo studio ha utilizzato due approcci econometrici; in particolare, si sono chiesti in che modo la crescita media in un periodo di cinque anni dipende da una varietà di indicatori tra cui il livello di reddito, la qualità delle istituzioni, il livello di disuguaglianza e l'entità dei trasferimenti redistributivi.

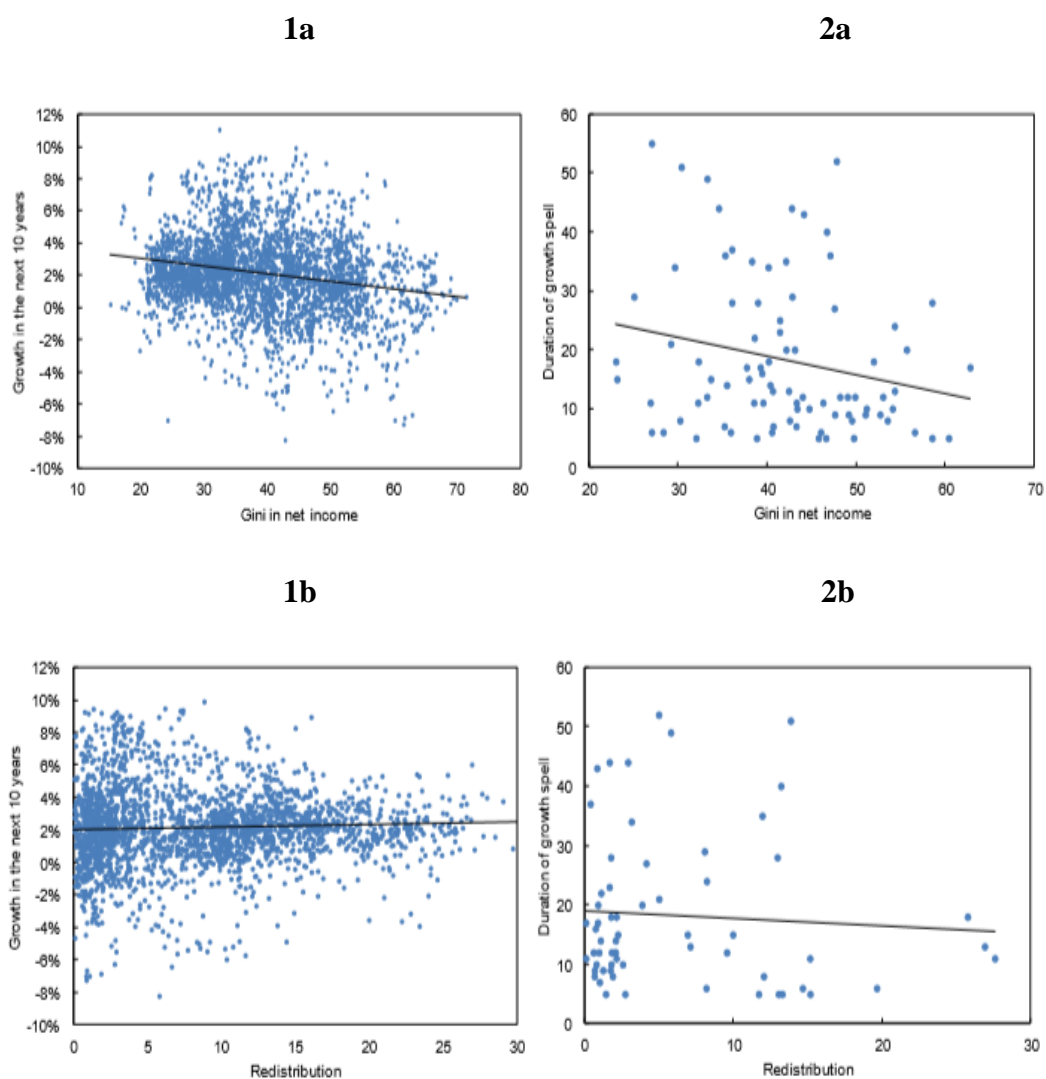
Questo approccio riconosce che la crescita economica non segue schemi regolari ma spesso passa bruscamente da periodi persistenti di stagnazione ad altri di rapido decollo. Molti episodi di crescita svaniscono dopo alcuni anni, dunque la capacità di sostenere la crescita anziché accenderla è fondamentale per uno sviluppo di successo di lungo periodo. Inoltre, hanno definito gli incantesimi di crescita come periodi di almeno 5 anni durante i quali la crescita è superiore al 2% e significativamente superiore rispetto agli anni precedenti. Possiamo osservare ora con l'ausilio di un grafico che esiste una forte relazione negativa tra il livello di disuguaglianza netta e la crescita del reddito pro capite nel periodo successivo (1a), e che esiste una relazione debole (semmai, positiva) tra

¹⁹ Murgolo E.; *Il sogno iniquo: la crisi del 2008 nasce dalle disuguaglianze*, Lo Spiegone, 2019.

²⁰ Ostry J., Berg A., Charalambos G.T.; *Redistribution, Inequality, and Growth*, IMF Staff Discussion Note, 2014;

ridistribuzione e successiva crescita (1b). Inoltre, possiamo osservare correlazioni semplici approssimativamente simili per la lunghezza degli incantesimi, con una forte relazione negativa tra il livello di disuguaglianza netta e la durata degli incantesimi di crescita (2a), e una relazione debole (leggermente negativa) tra redistribuzione e durata della crescita (2b).

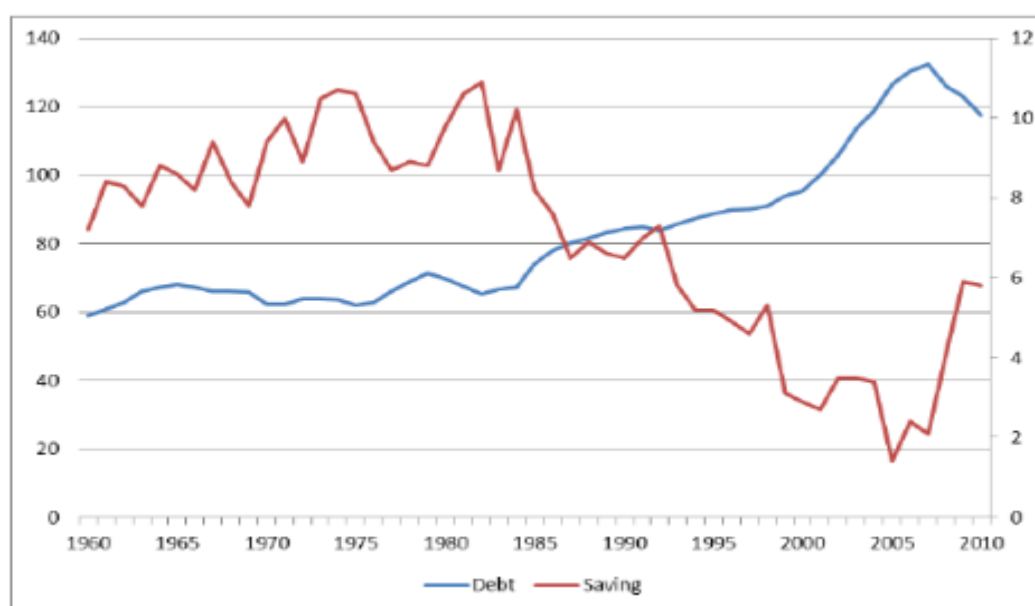
Figura 1.5: Crescita, disuguaglianza e redistribuzione (1a,1b). Durata degli incantesimi di crescita, disuguaglianza e redistribuzione (2a,2b).



Fonte: Fondo Monetario Internazionale (2014).

Tornando invece alla prima considerazione, quella relativa alla diminuzione della domanda aggregata in seguito alla stagnazione dei salari reali, la realtà sembra smentire quest'ipotesi. Infatti al contrario della teoria, le famiglie americane hanno iniziato a utilizzare i loro risparmi e a indebitarsi pur di mantenere il tenore di vita che avevano avuto negli anni del periodo di prosperità economica post-bellico. Questo indebitamento è cresciuto sempre di più fino a raggiungere il culmine nel 2007 (Figura 1.6).

Figura 1.6: Indebitamento e risparmi delle famiglie americane dal 1960 al 2010.



Fonte: WID.world (2017). Vedere [wir2018.wid.world](#) per dati e serie.

Una risposta a tale fenomeno ci è fornita dall'economista Rajan²¹, il quale afferma che la crescita delle disuguaglianze ha avuto come risposta politica quella di aumentare la concessione di prestiti alle famiglie a basso reddito, utilizzati per sostenere un livello di consumi e uno standard di vita più alto rispetto a quello garantito dai loro salari reali. L'indebitamento inoltre, è stato anche reso possibile dalle politiche economiche della

²¹ Raghuram Govind Rajan, economista indiano ed ex governatore della Banca centrale indiana.

FED e dei maggiori istituti di credito americani, in particolare negli anni a ridosso dello scoppio della crisi. L'abbassamento dei tassi di interesse, passati dal 6,5% all'1% effettuato dalla FED tra il 2001 e il 2003 ha favorito un ricorso massiccio al credito per le famiglie che è stato concesso anche a molti individui privi delle garanzie necessarie per ripagare prestiti molto consistenti, i cosiddetti NINJA (No Income, No Job and Assets).²²

1.2.2 Il processo di deregolamentazione

La deregolamentazione è quel processo per cui i governi e gli Stati riducono i controlli sul mercato ed eliminano le restrizioni nell'economia, al fine di incoraggiare le operazioni del mercato stesso, che in questa misura sarebbe considerato come un organismo autoregolatore. Questa scuola di pensiero andò a sostituire quella di stampo keynesiano che caratterizzò il periodo a cavallo tra la crisi del '29 e l'inizio degli anni '70. Infatti la crisi del '29 che causò un grande aumento della disoccupazione e una forte riduzione del Pil, fu caratterizzata da una forte attività speculativa nel sistema finanziario che portò ad un'accumulazione di titoli azionari da parte degli investitori, senza che questi si preoccupassero della loro qualità. Fu così che dopo la crisi, nel 1933, per evitare che in futuro si ripetessero le stesse situazioni e per porre dei freni al sistema finanziario, venne promulgato il Glass-Steagall Act. La legge bancaria del 1933 istituì la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) negli Stati Uniti e in più introdusse riforme bancarie per controllare la speculazione. La principale fra queste prevedeva l'introduzione di una netta separazione tra attività bancaria tradizionale e attività bancaria di investimento. Le due attività non potevano essere esercitate dallo stesso intermediario, avendo così la

²² Murgolo E.; Il sogno iniquo: la crisi del 2008 nasce dalle disuguaglianze, Lo Spiegone, 2019.

separazione tra banche commerciali e banche di investimento.²³ Di conseguenza gli anni che seguirono furono caratterizzati da una forte presenza dello Stato, volta a promuovere politiche mirate a migliorare le condizioni sociali e ad assistere la popolazione con servizi ritenuti essenziali. La situazione cambiò radicalmente con la crisi petrolifera del 1973, che con il fenomeno della stagflazione mise in luce alcuni limiti intrinseci dell'economia keynesiana.²⁴ A tal proposito fecero strada nuove teorie economiche influenzate dalla Scuola Austriaca e dall'Università di Chicago, supportate principalmente da Milton Friedman. In ambito politico i fautori di tale rivoluzione neoliberista furono Margaret Thatcher nel Regno Unito e soprattutto Ronald Reagan negli Stati Uniti. Sotto l'amministrazione Reagan (1981-1989), dunque prese avvio questo processo di deregolamentazione che culminò nel 1999, quando sotto la presidenza Clinton venne approvato il Gramm-Leach-Bliley Act, atto che abrogava le precedenti disposizioni, ovvero il Glass-Steagall Act, e pensato per essere al passo con la modernizzazione del sistema finanziario, e con le sempre maggiori attività in cui si impegnavano le istituzioni finanziarie. Una delle conseguenze più rilevanti fu la possibilità di creare le cosiddette "Financial Holding Companies" in modo da permettere fusioni tra banche commerciali, banche d'investimento e compagnie assicurative. Questo permise alle banche di diventare più grandi e concentrate, in grado di offrire una sempre più vasta gamma di prodotti e strumenti finanziari diversi in modo da sbaragliare la concorrenza. Infatti se analizziamo il numero di banche commerciali negli Usa dal 1980 al 2008 notiamo come questo sia sceso considerevolmente, passando dalle circa 14000 del 1980, alle circa 7000 del 2008.²⁵ Fu proprio in questi anni che le maggiori banche statunitensi trovarono terreno fertile per

²³ Ferrando M.; *Glass Steagall Act*, Il Sole24ore, 2016;

²⁴ Rossi F.; *Il neo liberismo e la rivoluzione degli anni Ottanta*, Starting Finance, 2018;

²⁵ Sgroi M.; *La non crescita demografica delle banche americane*, Il Foglio, 2017;

essere protagoniste e diventare dei veri e propri giganti finanziari come: Lehman Brothers, Goldman Sachs, Bear Stearns, JP Morgan, Morgan Stanley e Merrill Lynch che nel 2007 arrivarono a controllare circa il 44% del totale delle attività bancarie statunitensi.²⁶ Come conseguenza naturale, queste banche potevano assumersi rischi più grandi, concedendo prestiti in maniera sempre più generosa senza preoccuparsi di avere troppe garanzie in cambio.

1.2.3 La cartolarizzazione e i derivati

La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria pensata e progettata per rendere trasferibili e quindi negoziabili gli strumenti finanziari non trasferibili. Tutto è partito da una grossa innovazione in campo finanziario quando tra il 1970 e il 1980 Lewis Ranieri²⁷ inventò un nuovo tipo di strumenti finanziari, gli MBS (Mortgage Backed Security). L'idea innovativa fu quella di mettere i mutui sugli immobili dentro obbligazioni ipotecarie private, gli MBS.

In precedenza, le banche avevano difficoltà a rivendere i mutui che avevano erogato poiché vendendo i mutui singolarmente i margini di guadagno erano bassi per tutti. Questo procedimento di cartolarizzazione dei mutui permette invece di inserire vari mutui, con livello di rischio molto diverso, in un unico MBS.²⁸ In realtà ci sono anche altri titoli che vengono emessi per finanziare un'operazione di cartolarizzazione, gli ABS (Asset Backed Security). Quest'ultimi si differenziano dai primi per il sottostante. In particolare gli MBS si riferiscono ai mutui ipotecari, gli ABS a tutti gli altri crediti.

²⁶ Cavallito M., Isonio E., Meggiolaro M.; *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Fondazione Finanza Etica, 2019;

²⁷ Lewis Ranieri è un ex commerciante di obbligazioni, socio fondatore e attuale presidente di Ranieri Partners, è considerato il padre dei titoli garantiti da ipoteca.

²⁸ Filippucci E.; *Le leve della crisi finanziaria del 2008 stanno tornando con un altro nome?*, Job Seeker Italia, 2019.

Inoltre, un'ulteriore diversificazione la possiamo fare riguardo la durata di questi titoli. Se sono a breve termine li chiameremo ABCP (Asset Backed Commercial Paper); se a lungo a termine troviamo i sopra citati ABS se il portafoglio ceduto è omogeneo, e i CDO (Collateralized Debt Obligations) se il sottostante è misto. Ma non è tutto, vennero creati altri derivati, i cosiddetti CDS (Credit Default Swap), che venivano usati come una sorta di polizza assicurativa da coloro che possedevano CDO.

Tuttavia, a causa della grande fiducia e stabilità che c'era riguardo il mercato immobiliare, alcuni istituti finanziari come l'AIG, la più grande compagnia assicurativa mondiale, iniziarono a vendere agli investitori CDS su CDO che non possedevano. In questo modo, semmai il mercato immobiliare fosse crollato, questi istituti avrebbero dovuto pagare il premio sia ai titolari di CDO che avevano comprato CDS come copertura, sia a coloro che li avevano comprati a fini speculativi con delle conseguenze spaventose. In merito a questo, Alan Greenspan²⁹ aveva dichiarato che: “il trasferimento del rischio attraverso il mercato dei derivati è efficace solo se la parte che si assume questo rischio è effettivamente in grado di sostenerlo”. Il problema fu proprio quello poiché, tornando al discorso sulla deregolamentazione del paragrafo precedente, nel 2000 il presidente Clinton firmò la legge “Commodity Futures Modernization Act” deregolamentando il mercato dei derivati e di conseguenza eliminando tutte quelle restrizioni relative all'accantonamento di una parte di liquidità per coprire eventuali perdite. Vediamo come anche in questo caso la deregolamentazione ha agito in senso negativo poiché il mercato dei derivati a seguito di questo atto e aiutato dal continuo progresso tecnologico che ha investito il mondo finanziario è esploso sempre più arrivando ad un valore nozionale lordo di 683.726 miliardi di dollari, la maggior parte dei quali costituita da derivati sui tassi

²⁹ Alan Greenspan è un economista statunitense, è stato presidente della FED dal 1987 al 2006. Secondo l'opinione pubblica è uno dei responsabili della crisi finanziaria del 2008.

d'interesse e CDS.³⁰ Non a caso vennero definiti da Warren Buffet³¹ nel 2003, come “armi finanziarie di distruzione di massa”.

Tornando alla cartolarizzazione è giusto sottolineare come grazie a questo meccanismo, gli istituti che concedevano i prestiti o i mutui non avevano più motivazione di richiedere garanzie al mutuatario poiché una volta concesso il prestito, questo veniva venduto alle cosiddette società veicolo (SPV). Lo sviluppo delle cartolarizzazioni dunque, ha comportato il passaggio del modello di business delle banche dall'approccio originate and hold all'approccio originate and distribute. Come conseguenza naturale, grazie alla cartolarizzazione, le istituzioni finanziarie poterono espandere enormemente le attività in rapporto al capitale proprio.

1.2.4 Le agenzie di rating

Nel mercato esistono due tipologie di rating, i rating interni e quelli esterni. I primi sono una novità introdotta dagli accordi di Basilea 2 e riguardano i rating emessi dalle banche verso le società alla quale hanno concesso un finanziamento. Quanto ai rating esterni, che sono quelli che tratteremo, sono emessi da società private ed indipendenti che emettono un giudizio alle società che lo richiedono.

Il concetto di rating nacque nei primi anni del novecento, quando John Moody³² elaborava i primi giudizi riguardanti i bond emessi dalle compagnie ferroviarie che in quel periodo guidavano l'espansione dell'economia americana verso ovest. In quegli anni vigeva il modello di business “investor-paid”, modello per cui erano gli stessi investitori a pagare le agenzie di rating per emettere un giudizio. In questo modo le agenzie di rating erano

³⁰ Gorla F.; *L'abisso dei derivati vale nove volte il Pil mondiale*, Linkiesta, 2013;

³¹ Warren Buffet è un imprenditore ed economista statunitense e terzo uomo più ricco del mondo, secondo la rivista Forbes;

³² John Moody, era un imprenditore statunitense e fondatore della agenzia di rating Moody's;

totalmente incentivate ad esprimere un giudizio fondato e veritiero agli investitori, poiché in base all'attendibilità di tale giudizio dipendeva la loro reputazione e il loro successo. Successivamente negli anni settanta, a seguito del fallimento di alcune grandi imprese americane, la fiducia degli investitori venne meno e fu così che si passò ad un altro modello di business conosciuto come "issuer paid". Secondo tale modello le agenzie di rating non venivano più remunerate dagli investitori ma dagli emittenti, dando luogo a possibili conflitti di interessi.

La più immediata fonte di potenziali conflitti di interessi è costituita dalla struttura di pagamento; infatti il rischio evidente è che l'agenzia, pur di continuare a emettere il rating di un determinato emittente per più anni, possa non valutarne correttamente il rischio di credito laddove una corretta valutazione potrebbe portare a un livello di rating inferiore, incentivando gli emittenti a fare ricorso al cosiddetto "rating shopping", ovvero a rivolgersi ad altre agenzie.³³ L'esempio più significativo di un rating errato è quello relativo al colosso bancario statunitense Lehman Brothers. Infatti incredibilmente, la banca americana ha continuato ad avere il rating "A" fino al 15 settembre 2008, ovvero il giorno del suo fallimento.³⁴

Per rendere meglio l'idea, osserviamo la Figura 1.7 che ci mostra il significato di ogni differente giudizio di rating.

³³ Granata E.; *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, Federazione delle banche, delle assicurazioni e della finanza, 2012;

³⁴ Meggiolaro M.; *Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale*, Il Fatto Quotidiano, 2011;

Figura 1.7: Giudizi delle agenzie e relativo significato.

Il significato dei rating	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Estrema qualità: titolo solo minimamente sensibile alle circostanze avverse	AAA	Aaa	AAA
Alta qualità: titolo poco sensibile alle circostanze avverse	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Qualità medio alta: titolo moderatamente sensibile alle circostanze avverse	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Qualità media: titolo sensibile alle circostanze avverse	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Qualità discutibile: titolo dalla solidità incerta molto sensibile alle circostanze avverse	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Scarsa qualità: titolo dalla solidità scarsa molto dipendente da un contesto favorevole	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Qualità molto scarsa: titolo dalla solidità scarsa con alta probabilità di insolvenza in un contesto sfavorevole	CCC+	Caa1	CC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
Situazione vicina all'insolvenza: Alta probabilità o segnale imminente di insolvenza con minime probabilità di recupero	CC	Ca	CC
Situazione di insolvenza: Default effettivo o annunciato con probabilità di recupero prossime allo z	SD D	C	RD D

Fonte: Il sole 24 ore (2015).

Altre situazioni che possono generare potenziali conflitti di interessi riguardano la posizione degli analisti e dipendenti delle agenzie di rating a causa dei legami con la società valutata. Infatti è possibile che alcuni dipendenti delle agenzie detengano in portafoglio titoli o strumenti finanziari di emittenti valutati dall'agenzia stessa. Proprio in merito a questo, nel 2008 la SEC, a seguito di un'indagine ha rilevato come sia abbastanza usuale che i senior analysts delle agenzie discutano insieme all'emittente delle commissioni riguardo alla metodologia da utilizzare nella determinazione del rating e del suo livello. Questi profili di potenziale conflitto di interesse si inseriscono in un contesto caratterizzato da un livello di concorrenza assai contenuto. Infatti il mercato mondiale delle agenzie di rating, nonostante nel mondo ci siano tante altre agenzie, è dominato soprattutto da tre agenzie (Standard and Poor, Fitch, e Moody's) che da sole controllano

circa il 98% dei rating emessi dalle agenzie riconosciute dalla Security and Exchange Commission (SEC); è evidente, quindi, che l'industria del rating è un business a carattere globale controllato solo da pochi operatori, il cui potere di mercato è stato accresciuto grazie alla regolamentazione americana. Infatti, a partire dal 1975 la SEC ha stabilito che le emissioni che ottenevano un rating emesso da un'agenzia a cui era stato riconosciuto lo status di NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organizations) ottenessero un trattamento regolamentare di favore. Le prime ad essere incluse in tale lista furono Moody's, S&P, e Fitch, e da allora tale lista era rimasta chiusa all'accesso fino al 2003, quando DBRS³⁵ e altre sei agenzie vennero inserite nella lista dalla SEC perché preoccupata dalla concentrazione del settore. Tuttavia nonostante queste operazioni da parte della SEC, il mercato del rating continua ad essere dominato dalle cosiddette "tre sorelle". Inoltre il loro potere di mercato, oltre ad essere drogato dalla regolamentazione, è rafforzato dalla consuetudine del "doppio-rating"; negli Stati Uniti tutti gli strumenti che hanno il doppio rating incontrano maggiormente il favore degli investitori. Di solito se il primo rating è richiesto a Moody's, il secondo sarà richiesto a S&P, o al più a Fitch, ovvero se il primo rating è richiesto a S&P, il secondo sarà richiesto a Moody's, o al più a Fitch.³⁶

³⁵ Dominion Bond Rating Service, agenzia di rating fondata nel 1976 a Toronto e quarta agenzia di rating in termini di quota di mercato globale.

³⁶ Lacitignola P., Ferri G.; *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, Analisi Giuridica dell'Economia, 2012;

1.3 L'EVOLUZIONE DEL MONDO FINANZIARIO DOPO LA CRISI

1.3.1 Riforme ed accordi post-crisi

Negli anni immediatamente successivi all'insorgere della crisi è maturata la convinzione che sul fronte delle regole prudenziali fosse necessario un intervento riformatore radicale. In questo senso si sono mossi simultaneamente sia gli Usa che l'Unione Europea. Per quanto riguarda gli Usa, il 21 luglio 2010 è stata approvata la legge "Dodd-Frank Wall Street Reform Act", legge fortemente voluta dall'amministrazione Obama per promuovere una più stretta e completa regolazione della finanza statunitense incentivando al tempo stesso una tutela dei consumatori e del sistema economico degli Usa. La legge, composta da 15 titoli, 541 articoli e circa 8000 pagine³⁷, disciplina svariati settori come quello delle materie prime, dei derivati, dell'attività bancaria, degli stipendi dei manager e delle agenzie di rating. Uno degli interventi più importanti del Dodd-Frank Act riguarda il consolidamento di diverse agenzie nella Consumer Financial Protection Agency, che ora fa riferimento al Dipartimento del Tesoro Usa, e ha il compito di proteggere i consumatori tramite il monitoraggio e la regolazione dei settori delle carte di credito, di debito e dei mutui immobiliari. Gli obiettivi dichiarati sono quello di scongiurare la creazione di nuove bolle, come quella che ha portato alla crisi dei mutui subprime, e quello di evitare l'accumulo di un eccesso di rischio da parte dei contribuenti americani, promuovendo una maggiore trasparenza su diversi mercati finanziari. Il Dodd-Frank Act ha anche istituito il Financial Stability Oversight Council che ha lo scopo specifico di identificare eventuali rischi sistemici presenti nel sistema finanziario a stelle e strisce, tramite un'azione di monitoraggio che si estende anche agli hedge fund. Tuttavia, la

³⁷ Borsa Italiana; *Dodd Frank Act - L'ambiziosa riforma di Wall Street*, 2013.

novità più importante è costituita dalla cosiddetta “Volcker rule”, la norma che proibisce l'utilizzo dei fondi della clientela (i depositi) per investimenti realizzati allo scopo di conseguire un profitto per la banca. In altre parole, vieta alle banche commerciali la negoziazione in conto proprio, e l'investimento in hedge fund e in fondi di private equity, ma non esclude la negoziazione per conto della clientela, gli scambi sui mercati valutari, o l'acquisto di titoli di stato. Possiamo sottolineare come l'intento di questa legge fosse quello di riportare ad una separazione fra banche commerciali e banche d'investimento, richiamando il vecchio Glass-Steagall Act del 1933. Un altro campo di intervento del Dodd-Frank Act è stato quello dei derivati. Questi strumenti finanziari sono stati chiamati in causa in tutte le maggiori crisi degli ultimi anni, ma rimangono ancora oggi assai spesso fuori dai monitor dei maggiori enti regolatori del mondo. La nuova riforma di Wall Street si è proposta di intervenire sul campo degli swap Over the Counter (OTC) attribuendo delle specifiche aree di intervento alla SEC e alla CFTC (Commodity Futures Trading Commission). La prima è incaricata di sorvegliare i "security-based swap", ossia i contratti di "scambio" più semplici basati su un singolo titolo; alla seconda spetta invece il compito di monitorare tutti gli altri swap. L'attenzione riservata a questi strumenti deriva anche dal fatto che nei momenti di maggiore tensione sui mercati le forti oscillazioni dei CDS, hanno aumentato l'instabilità dei mercati senza peraltro dimostrare una adeguata trasparenza sui movimenti reali di titoli. Infine, per aumentare la trasparenza dei mercati è stato anche creato un Office of Credit Ratings presso la SEC che dovrà vigilare sull'operato delle maggiori agenzie di rating.

Queste riforme nel settore finanziario che hanno investito gli Usa, all'incirca hanno seguito lo stesso percorso portando a risultati simili anche in Europa. Nel vecchio continente, l'impulso iniziale è venuto dai G7/G20 e dal Financial Stability Board, che da

quel momento ha indirizzato le linee di riforma e ha assunto il coordinamento di attività dei principali soggetti preposti all’emanazione delle regole finanziarie, a partire dal Comitato di Basilea. La sfida dei regolatori fu quella di creare un assetto normativo che riuscisse a conciliare i numerosi divieti posti in capo agli intermediari bancari con l’autonomia necessaria all’esercizio dell’attività stessa. È con l’accordo di Basilea III del dicembre 2010 che si registra il primo cambiamento importante, cui si è dato corpo, in Europa, con il Regolamento CRR (Capital Requirements Regulation), direttamente applicabile, e con la Direttiva CRD-IV (Capital Requirements Directive), recepita in Italia nel giugno 2015. Con questi provvedimenti le misure di vigilanza vengono inasprite:

- si dispone l’innalzamento del livello e il miglioramento della “qualità” del capitale, che permette alle banche di avere maggiore liquidità disponibile da utilizzare in periodi di tensione del mercato;
- si introducono regole stringenti di controllo della liquidità;
- si persegue il contenimento dei rischi limitando la “leva finanziaria”, identificando nella percentuale del 3% una sana misura di leveraging, con l’intesa di una sua eventuale modifica se dovesse rivelarsi inadeguata;
- vengono aumentate le sanzioni, rapportandole al “fatturato” delle banche;
- si introducono regole per disciplinare i compensi dei manager.³⁸

Un altro aspetto molto importante è quello relativo al cambiamento dell’architettura istituzionale con una sensibile cessione di sovranità verso istituzioni europee. Infatti, riguardo la disciplina delle banche è stato introdotto il “Meccanismo di vigilanza unico” sulle banche comunitarie, affidato alla BCE. Il nuovo sistema europeo di vigilanza finanziaria viene così ad articolarsi su due livelli. Ad un livello superiore si colloca il

³⁸ Barbagallo C.; *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, 2019;

Comitato Europeo per il Rischio Sistemico, o Economic Systemic Risk Board (ESRB). L' ESRB vigila sui potenziali rischi alla stabilità finanziaria nell'area europea derivanti da sviluppi macroeconomici e da accadimenti che interessano il sistema finanziario nel complesso. All'ESRB partecipano, insieme alle altre istituzioni che lo compongono, tra cui la BCE e la Commissione, tre autorità distinte che sono: l'European Securities and Markets Authority (ESMA) che è competente per tutte le attività che rientrano nella disciplina del mercato mobiliare, l'European Banking Authority (EBA) con competenza sulle banche e attività bancarie e l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) in merito ad assicurazioni e fondi pensione.³⁹ Infine, sono stati presi impegni riguardo l'introduzione del cosiddetto "Basilea IV" che entrerà in vigore all'interno del diritto Europeo a partire dal 2021, mentre la sua completa applicazione è prevista entro il 2027. I suoi principali obiettivi saranno una maggiore semplicità e trasparenza, una migliore consistenza e comparabilità tra i differenti requisiti patrimoniali e il rafforzamento della Risk sensitivity.

1.3.2 Dieci anni dopo la crisi

Nel paragrafo precedente abbiamo visto come a seguito della grande crisi economico-finanziaria, che ha messo in luce le problematiche e le lacune del sistema finanziario, le autorità di vigilanza e le istituzioni sovranazionali abbiano adottato diverse misure in modo da evitare che in futuro circostanze simili possano ripetersi. Tuttavia, dieci anni dopo quello scoppio della bolla immobiliare americana, l'economia globale continua a mostrare condizioni macro-economiche anomale. In altre parole, le economie avanzate non sono ancora riuscite a sganciarsi da un modello di crescita che dipende largamente

³⁹ Annunziata F.; *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, 2017;

dalla liquidità e dalla leva, due elementi messi a disposizione prima dalle banche private e in seguito dalle istituzioni centrali.⁴⁰ Ci sono poi una serie di elementi allarmanti insiti nel settore bancario, come le concentrazioni estreme delle grandi banche, che a distanza di dieci anni sono ancora più grandi. Le prime cinque banche Usa controllavano, nel 2017, il 47% dell'attività bancaria, rispetto al 44% del 2007. E l'1% dei fondi comuni d'investimento detiene il 45% delle attività. Ad esempio, JP Morgan deteneva nel 2017 asset per 2.560 miliardi di dollari, una cifra sostanzialmente doppia rispetto al 2006.⁴¹ Alla fine dei conti dunque, l'unica cosa ad essersi contratta sono i livelli occupazionali del settore finanziario, a seguito delle attività di ristrutturazione. Come evidenzia un rapporto stilato dalla UNI Finance Global Union, in 18 paesi esaminati⁴², dall'inizio della crisi in poi sono stati persi 300.369 posti di lavoro; nelle stesse banche nel frattempo i profitti sono maturati tra i 4 e 40 miliardi di dollari.⁴³ Inoltre, per il 2020 si prevede, tra licenziamenti in atto a livello mondiale e piani di tagli a due o tre anni, il taglio di circa 80000 posti di lavoro, l'82% dei quali in Europa.⁴⁴ Tra i maggiori istituti che prevedono tagli al personale ci sono HSBC, Deutsche Bank, Barclays e Unicredit. Le motivazioni di questa crisi bancaria in Europa, testimoniata da tutti questi licenziamenti sono molteplici. Innanzitutto, fenomeni come la Brexit, la guerra commerciale tra Usa e Cina, l'andamento dei tassi di interessi negativo soprattutto in Inghilterra non aiutano le banche a risollevarsi; inoltre la politica di abbassamento dei tassi portata avanti dalla BCE ha colpito proprio l'attività fondante della banca, ovvero il prestito di denaro per ottenerne un profitto. Infine

⁴⁰ El-Erian M.; *Why haven't politicians learned from the financial crisis?*, The Guardian, 2017;

⁴¹ Cavallito M., Isonio E., Meggiolaro M.; *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Fondazione Finanza Etica, 2019;

⁴² Regno Unito, Spagna, Italia, Francia, Germania, Austria, Finlandia, Norvegia, Svezia, Danimarca, Belgio, Romania, Moldavia, Grecia, Irlanda, Australia, India e Usa.

⁴³ UNI Finance Global Union; *Job losses and restructuring process in the financial sector*, 2013;

⁴⁴ <https://www.money.it/lavoro-in-banca-80-000-licenziamenti-mondo-europa-dove>;

bisogna tener conto che le banche tradizionali sono sempre più minacciate dalla digitalizzazione e dall'automazione del lavoro che stanno scalzando il ruolo di sportelli, uffici e personale. A differenza dei loro colleghi investiti da questo processo di licenziamenti, gli amministratori delegati (CEO), vivono una situazione ben diversa, in quanto vedono i loro compensi crescere sempre di più. Secondo gli autori di "CEO compensation surged in 2017", gli amministratori delegati delle 350 maggiori aziende USA hanno guadagnato in media 18,9 milioni di dollari nel 2017, con un aumento complessivo del 17,6% rispetto alla loro retribuzione media dell'anno precedente. Valori decisamente elevati, soprattutto se confrontati con gli stipendi medi dei cittadini americani che, in media nello stesso periodo, sono cresciuti dello 0,3%. Il CEO pay ratio, il rapporto tra la paga mediana percepita nelle società e quella dei loro massimi dirigenti, si attesta ad un valore di 321:1 nel 2017; la proporzione risulta inferiore al picco del 2000 (344:1), ma tuttavia ben lontana da quella rilevata nel 1965 (20:1), o nel 1989 (58:1), cifre che sottolineano questa corsa al rialzo delle retribuzioni.⁴⁵ Restando nel ramo attività bancaria, è doveroso citare nuovamente il mondo dei contratti derivati che, nonostante le riforme e le contromisure adottate, continua a crescere in maniera eccessiva. Infatti, secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS), il nozionale globale dei derivati Over-the-Counter (OTC) ammonta a 595.000 miliardi di dollari, un dato non distante da quello registrato nel 2007 e pari a circa sette volte il prodotto interno lordo mondiale.⁴⁶ Eppure, come avevamo visto nel paragrafo precedente, il Dodd-Frank Act era intervenuto in maniera decisa in tale comparto, almeno negli USA, ponendo dei limiti per le operazioni in derivati e attribuendo poteri specifici alla Commodity Futures Trading

⁴⁵ Mishel L., Schieder J.; *CEO compensation surged in 2017*, Economic Policy Institute, 2018;

⁴⁶ BIS; *OTC derivatives outstanding*, 2018, si veda il sito della BIS all'indirizzo:

<https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>;

Commission. Proprio questa commissione è dovuta intervenire nel 2013, per raccomandare alle grandi banche di non eludere detta normativa, valida solo sul territorio nazionale, effettuando contratti in derivati presso le filiali estere. Naturalmente le grandi banche non hanno tenuto conto di tale intervento, come la Goldman Sachs, che ha chiesto ai propri clienti l'autorizzazione ad effettuare operazioni in derivati presso le proprie filiali estere; o la JP Morgan che nel 2012 dichiarò di aver perso 2,3 miliardi dollari in scommesse azzardate su derivati.⁴⁷ Un altro campanello d'allarme è rappresentato dal notevole aumento del debito di famiglie e imprese, in quanto i crediti dei consumatori, privi di ipoteche, hanno raggiunto i 4 trilioni di dollari, con una crescita del 45% rispetto al 2008. Inoltre il debito degli studenti contratto per finanziare gli studi e che dovrà essere restituito durante la vita lavorativa, è aumentato in 10 anni del 170%, raggiungendo il livello di 1,4 trilioni di dollari.⁴⁸ Altrettanto sostenuta è la crescita dei debiti contratti per l'acquisto di auto. In presenza di questa situazione, alcuni operatori economici e finanziari Usa hanno lanciato l'allarme, ricordando che si stanno evidenziando situazioni simili a quelle che hanno provocato l'ultima pesantissima crisi. Si è oggi, infatti, di fronte ad un eccesso di indebitamento, tanto nel settore privato quanto in quello pubblico, e ad una crescita esponenziale della finanza speculativa, con investimenti prevalentemente concentrati in una singola tipologia operativa, i derivati. Ciò che sarebbe opportuno quindi, è una revisione della legge Dodd-Frank, impedendone l'elusione, in modo da fronteggiare questa situazione. Tuttavia, nonostante sia evidente la necessità di un rafforzamento della legge, la realtà negli Usa sembra mostrare uno scenario diverso. Il potenziale di tale legge infatti si è notevolmente ridotto a seguito di modifiche

⁴⁷ Tamburini F.; *Derivati: Jp Morgan perde 2 miliardi. Obama: Riformare Wall street*, Il Fatto Quotidiano, 2012;

⁴⁸ Roma P.; *Il pericolo di un'altra crisi finanziaria*, l'Eco di Bergamo, 2018;

significative, avvenute sotto l'amministrazione Trump, come quella del 22 maggio 2018. Quel giorno, la Camera dei Rappresentanti del Congresso statunitense ha votato a favore delle nuove norme approvate dal Senato due mesi prima. In particolare, la nuova legge alleggerisce la regolamentazione per le banche che non pongono un rischio sistemico, ovvero quelle con asset complessivi inferiori a 250 miliardi di dollari contro i 50 previsti in precedenza. Inoltre, la nuova legge esonera i prestatori con attività di importo inferiore a \$ 10 miliardi dai requisiti della regola Volcker e impone rapporti meno rigorosi e norme patrimoniali ai piccoli finanziatori. Un'altra novità infine riguarda le grandi banche di custodia, ovvero quelle istituzioni che hanno la custodia dei beni dei clienti ma non funzionano come istituti di credito o banchieri tradizionali. Per questi, a seguito delle modifiche effettuate, si prevedono requisiti patrimoniali e coefficienti di leva finanziaria più bassi. Dietro questo smantellamento del Dodd-Frank Act c'è un provvedimento conosciuto come "Crapo bill", una misura di deregolamentazione firmata tra gli altri dal presidente della Commissione bancaria del Senato Usa, Mike Crapo, esponente repubblicano dell'Idaho. La norma ha trovato un significativo sostegno bipartisan al Congresso, dove oltre ai repubblicani, hanno votato a favore 17 senatori e 33 deputati democratici. Tra questi, i tre esponenti democratici presso la Commissione senatoriale che hanno partecipato alla stesura, sono stati anche i primi beneficiari, in termine di ammontare raccolto, delle abbondanti donazioni della lobby finanziaria al mondo politico americano nel biennio 2017-2018.

Riassumendo, abbiamo visto come nonostante gli interventi delle autorità di regolamentazione, che per certi versi possono ritenersi abbastanza positivi, i grandi attori della finanza continuano a muoversi liberamente e ad assumere rischi sconsiderati. In un certo senso è come se le misure adottate siano più di carattere tecnico che politico, tuttavia

se fossero ben definite, dovrebbero comunque funzionare. Non è stato posto un freno alla speculazione, non sono state assunte misure per scongiurare il rischio contagio in caso di nuove crisi e non è ancora stato affrontato il problema degli effetti negativi che i comportamenti delle banche possono avere sulla società nel suo complesso. Infine, non sono state imposte misure anticicliche di ampia portata per superare definitivamente il vecchio principio della privatizzazione dei profitti e della socializzazione delle perdite. Un sistema dunque che rimane agli antipodi dell'interesse comune, nonostante le lacune di tale sistema siano saltate fuori con la crisi economico-finanziaria. Una crisi che è il risultato di scelte errate umane che, nonostante appaiano in modo evidente, sembrano tornare in modo ricorrente come se la storia non ci avesse insegnato nulla.

CAPITOLO 2

LA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE

2.1 ORIGINI E PRINCIPI DELLA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE

2.1.1 Origini e diffusione

Sebbene il crescente dibattito, non più soltanto teorico, sulla responsabilità sociale d'impresa sia una delle cause alla base della crescita esponenziale del mondo della finanza etica negli ultimi trent'anni, l'origine del comportamento che caratterizza questo termine può essere fatto risalire tra il XVII e il XVIII secolo. Infatti, già all'epoca, alcune correnti religiose protestanti come il Metodismo e il Quaccherismo, adottavano dei criteri per escludere dai loro affari le attività economiche in contrasto con il proprio credo, come quelle che facevano uso di schiavi o erano destinate alla produzione di tabacco, armi e alcolici. In merito al primo movimento, il fondatore della chiesa metodista John Wesley riteneva che, un uso del denaro poco accorto e poco attento poteva danneggiare la salute, il corpo e la mente. Inoltre, egli sosteneva fermamente l'esigenza di legare etica e finanza, ritenendo che gli investitori non dovessero agire come proprietari bensì come custodi dei beni di loro proprietà, senza creare ricchezza a scapito del loro prossimo. Similmente ai Metodisti, i Quaccheri, in particolare nei paesi anglosassoni, credendo nella presenza di Dio in ogni anima, ovvero nel valore della persona a prescindere dal genere, dalla razza, dall'età, dalla nazionalità, dalla religione o dall'orientamento sessuale, si rifiutarono, nonostante gli alti profitti, d'investire in tutti quei prodotti che venivano utilizzati per la guerra o per il commercio degli schiavi. La sfera religiosa rimase l'unico terreno fertile per questo tipo di iniziative almeno fino agli anni Sessanta del secolo scorso, quando la nascita dei movimenti per i diritti civili, collegata con la strenua opposizione alla guerra

in Vietnam e al regime dell'apartheid⁴⁹ in Sud Africa, diedero un nuovo slancio al fenomeno. Questi tre momenti contribuirono a rafforzare l'immagine dell'impresa come soggetto calato pienamente all'interno della società e perciò corresponsabile del suo sviluppo, introducendo inoltre il concetto dell'uso del denaro in relazione agli effetti che produce. Di conseguenza nel 1971, nacque negli Usa il primo fondo d'investimento etico moderno, poiché per la prima volta non ci si limitò solamente ad una strategia di screening negativo, ma anche positivo. Infatti i titoli inseriti in portafoglio appartenevano, non solo, ad aziende non coinvolte nel commercio delle armi, nella produzione del tabacco, nel gioco d'azzardo o dell'alcol, ma dovevano anche dimostrare buone relazioni con i dipendenti e rispetto per l'ambiente. Successivamente tra gli anni Ottanta e Novanta, ci furono dei casi concreti di aziende irresponsabili che spinsero l'opinione pubblica a riconsiderare la necessità di investire in imprese che possano garantire lo sviluppo delle generazioni future, senza compromettere quello delle generazioni presenti. Tra questi disastri il più noto è quello del 1984 in India, quando a Bhopal un incidente dello stabilimento chimico della Union Carbide portò al rilascio di oltre 42 tonnellate di isocianato di metile, un composto chimico utilizzato per la produzione di pesticidi. L'incidente provocò una nube altamente tossica che si propagò nell'aria intorno alla fabbrica, uccidendo migliaia di persone. Non solo, ancora oggi più di trent'anni dopo, numerosi bambini della zona nascono malformati e con gravi disfunzioni.⁵⁰ Oltre al disastro indiano ci furono altri eventi come quello della petroliera Exxon Valdez che nel 1989 s'incagliò in una scogliera del golfo dell'Alaska disperdendo nel mare 11 milioni di

⁴⁹ L'apartheid era una particolare politica di segregazione razziale. Fu istituita dal governo di etnia bianca del Sud Africa nel dopo guerra e rimase in vigore fino al 1993;

⁵⁰ Il Post; *Il più grave disastro industriale della storia è ancora in corso*, 2018;

galloni di petrolio grezzo che sommersero 1.300 miglia di costa dell'Alaska⁵¹; mentre per quanto riguarda gli aspetti sociali, guadagnarono visibilità grazie a diversi scandali, come quello che coinvolse la Nike nel 1996. Oltre a questi eventi disastrosi che rafforzarono l'opinione pubblica verso un orientamento più etico delle aziende, un ulteriore contributo all'attenzione e allo sviluppo della finanza etica lo troviamo negli anni Ottanta, quando Robert Edward Freeman pubblicò il primo libro (*Strategic Management: A Stakeholder Approach*) sulla "Teoria degli Stakeholder", che tutt'oggi è considerata il primo grande apporto al concetto di responsabilità sociale d'impresa. Con quest'approccio si collegava la corretta gestione delle variabili ambientali e sociali, da parte delle aziende, a una migliore performance anche con riguardo alle variabili economiche. In questo modo l'impresa doveva gestire ed integrare relazioni di scambio, d'informazione e di rappresentanza con i differenti stakeholder (proprietari, istituzioni finanziarie, gruppi di opinione, clienti, associazioni dei consumatori, sindacati, dipendenti, associazioni di categoria, concorrenti, fornitori, governo e gruppi politici) in modo da assicurare un successo duraturo per l'impresa stessa. Questo contributo di Freeman è stato fondamentale dal punto di vista dell'evoluzione del concetto di finanza etica, poiché si sono superati i criteri religiosi e morali che fino ad allora avevano animato iniziative di questo tipo, rendendole funzionali alla gestione strategica delle imprese. Con riguardo agli studi di Freeman negli ultimi anni ha preso forma un dibattito molto acceso sui modelli d'impresa. Le due scuole di pensiero, che comportano prese di posizioni diverse anche in ambiti non prettamente economici, sono, quella appena citata di Freeman e quella di Milton Friedman. Quest'ultimo, citato precedentemente nel paragrafo relativo alla deregolamentazione finanziaria a causa della sua influenza politica, era convinto che le

⁵¹ D'orsogna M.R.; *Disastri ambientali, gli echi della Exxon Valdez dopo 25 anni*, Il Fatto Quotidiano, 2014.

imprese dovessero focalizzarsi solo sul produrre profitto, da distribuire in forma di dividendo agli azionisti. Sosteneva inoltre che le imprese non avevano alcun tipo di responsabilità sociale, poiché questa appartiene solo alle persone. Tuttavia egli non considerava che l'impresa è una persona giuridica con dei precisi obblighi e diritti, e che è formata da persone che ne influenzano l'andamento. Quanto a Freeman, egli è convinto che l'impresa abbia delle responsabilità sociali. La sua teoria mette al centro non più gli azionisti, ma i portatori d'interesse (stakeholders), ossia tutte le persone che influenzano o sono influenzate dall'attività dell'azienda. Friedman sosteneva che gli stakeholders erano il mezzo per produrre profitto, che andava diviso solo fra gli azionisti, che mettevano a rischio i loro soldi. Freeman invece ritiene che il profitto sia un mezzo per soddisfare tutti i portatori d'interesse, azionisti compresi, poiché il coinvolgimento dei portatori d'interesse va a braccetto con il profitto. Ciò comporta una serie di conseguenze come l'attenzione per l'ambiente, il miglioramento del luogo di lavoro e dell'atmosfera lavorativa, il potenziamento della ricerca e dell'innovazione, l'averne una storia, una filosofia e magari uno stile di vita da proporre ai propri clienti e ai propri fornitori e il miglioramento del rapporto con la comunità, che apprezzerà gli sforzi che vengono fatti. A prova di ciò una ricerca dell'Università di Harvard condotta su 180 aziende, 90 classificate come società ad alta sostenibilità e 90 a bassa sostenibilità, in un arco temporale di vent'anni, ha dimostrato come le imprese a minore impatto ambientale e maggiore attenzione per le questioni sociali avessero incrementato i propri profitti di circa il doppio di quanto avessero fatto i concorrenti che seguivano il metodo Friedman. Tuttavia, i risultati suggeriscono che questa sovraperformance si verifica solo a lungo termine. I manager e gli investitori che sperano di ottenere un vantaggio competitivo a

breve termine quindi, difficilmente riusciranno ad integrare la sostenibilità nella strategia della propria organizzazione⁵².

Successivamente, dopo il contributo di Freeman e la crescente attenzione anche dell'opinione pubblica riguardo la finanza etica, il processo di sviluppo e diffusione di quest'ultima, non ha avuto più arresto. Infatti gli anni '90, sono stati caratterizzati per la nascita dei primi indici azionari etici. Gli indici etici utilizzano gli stessi criteri del rating etico⁵³, anzi in un certo senso si può dire che ne rappresentano la massima espressione, quindi sono lo strumento di finanza etica più visibile. Nel 1990, la società statunitense di analisi e ricerche sulla sostenibilità (Kld), ha lanciato l'indice "Domini Social Index 400", divenuto in seguito "Msci Kld 400 Social Index" a seguito dell'acquisto della società da parte di Msci. Un'ulteriore tappa importante nello sviluppo degli indici etici è stata segnata nel 1999, quando Dow Jones, leader mondiale nel campo degli indici finanziari, in collaborazione con un'altra società di rating etico, la svizzera Sustainable Asset Management (Sam), ha introdotto l'indice etico "Dow Jones Sustainability Index" (Djsi), divenuto il più celebre al mondo. Oggi, come del resto è successo un po' a tutti i maggiori indici etici internazionali, Djsi è in realtà una famiglia di indici etici, tra cui il più importante è il Djsi World, che comprende circa il 10% delle maggiori 2.500 società quotate del mondo con le migliori performance ESG (Environmental Social Governance)⁵⁴. Parallelamente allo sviluppo degli indici, nello stesso periodo si ha il boom di un altro importante strumento di finanza etica, il fondo etico, segno indelebile della diffusione di un nuovo modo di fare finanza, considerato come una vera e propria

⁵² Eccles R.G., Ioannou I., Serafein G.; *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Università di Harvard, 2012;

⁵³ Il Rating Etico nasce per fornire un livello qualitativo dell'emittente in riferimento a questioni, diverse dalle sole dimensioni finanziarie.

⁵⁴ Di Turi A.; *Indici etici, il benchmark della finanza etica*, Abc Risparmio, 2010;

innovazione, che ha portato a un'opportunità inedita di segmentazione della domanda e di personalizzazione dell'offerta.

2.1.2 I principi

La finanza etica opera sul mercato con un insieme di strumenti di raccolta e di impiego del denaro, dalla micro-finanza al micro-credito, dalle banche etiche ai fondi etici d'investimento. Tutti questi strumenti rispettano alcuni principi di fondo che, nonostante un acceso dibattito durante il percorso di espansione della finanza etica su quali essi siano, sono stati delineati nel Manifesto per la finanza etica. Tale manifesto è stato pubblicato attraverso il convegno "Verso una carta d'intenti per la finanza etica italiana", svoltosi a Firenze nel 1998. Tali principi sono:⁵⁵

- Ritenere che il credito, in tutte le sue forme, sia un diritto umano: non sussiste discriminazione tra i destinatari degli impieghi sulla base del sesso, dell'etnia o della religione e neanche sulla base del patrimonio, curando perciò i diritti dei poveri e degli emarginati. Finanzia quindi attività di promozione umana, sociale ed ambientale, valutando i progetti con il duplice criterio della vitalità economica e della utilità sociale;
- Considerare l'efficienza una componente della responsabilità etica: non è una forma di beneficenza, ma è un'attività economicamente vitale che intende essere socialmente utile. Mettere a disposizione il proprio risparmio e farne un uso responsabile, è il fondamento di una partnership tra soggetti con pari dignità;
- Non ritenere legittimo l'arricchimento basato solo sul possesso e scambio del denaro: il tasso d'interesse, in questo contesto, è una misura di efficienza

⁵⁵ Associazione Finanza Etica; *Il manifesto della finanza etica*, 1998;

nell'utilizzo del risparmio. Di conseguenza va mantenuto il più basso possibile, sulla base di valutazioni economiche, ma anche etiche e sociali;

- Essere trasparente: i depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e le sue decisioni d'impiego e di investimento;
- Prevedere la partecipazione alle scelte importanti dell'impresa non solo da parte dei soci ma anche dei risparmiatori: le forme possono comprendere sia meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi, sia meccanismi democratici di partecipazione alle decisioni. La finanza etica è così portatrice di un messaggio forte e coraggioso di democrazia economica;
- Avere come criterio di riferimento per gli impieghi la responsabilità sociale ed ambientale: esclude per principio rapporti finanziari con quelle attività economiche che ostacolano lo sviluppo umano e contribuiscono a violare i diritti fondamentali della persona, come la produzione e il commercio di armi, le produzioni gravemente lesive della salute e dell'ambiente, le attività che si fondano sullo sfruttamento dei minori o sulla repressione delle libertà civili;
- Richiedere un'adesione globale e coerente da parte del gestore che ne orienta tutta l'attività: qualora invece l'attività di finanza etica fosse soltanto parziale, è necessario spiegare in modo trasparente, le ragioni della limitazione adottata. In ogni caso, l'intermediario si dichiara disposto ad essere monitorato da istituzioni di garanzia dei risparmiatori.

Riassumendo, la finanza socialmente responsabile o finanza etica, è caratterizzata dal fatto che ciò che spinge gli agenti economici ad agire non è il solo ottenimento del massimo profitto possibile ma anche il raggiungimento di elementi solidaristici e di

responsabilità sociale. Diventa quindi possibile abbinare lo scopo lucrativo con la salvaguardia dei più deboli e con un'attenzione maggiore all'ambiente nel suo complesso, senza trascurare la governance d'impresa. I risparmiatori, per loro stessa natura, prediligono un investimento paziente orientato al medio-lungo termine, piuttosto che un guadagno di breve periodo tipico della finanza tradizionale, dove si assiste sempre più a un appiattimento sul breve periodo di chi fa finanza e ad una spersonalizzazione dei rapporti finanziari.

2.2 GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE

2.2.1 L'investimento sostenibile e responsabile

Per quanto riguarda gli strumenti della finanza etica e sostenibile, ovvero strumenti, metodi e canali per impiegare il denaro in maniera diversa rispetto alla finanza tradizionale, se ne individuano tre:

- Il finanziamento alle micro imprese: fa riferimento principalmente alle attività di microcredito, con la finalità di rendere disponibili le risorse finanziarie anche a persone in condizioni di povertà ed emarginazione, che non riuscirebbero a fornire quelle garanzie tipicamente richieste dai tradizionali canali bancari per la concessione di un prestito;
- Il finanziamento alle iniziative non profit: rappresentato dalle finalità non lucrative dei progetti da finanziare, che appartengono al terzo settore;
- L'investimento socialmente responsabile (SRI): si tratta di strumenti di finanza etica tradizionale come fondi comuni d'investimento e fondi pensione che però vengono selezionati in base a criteri di natura sociale, ambientale e di corporate governance (ESG).

Delle tre classi descritte, l'investimento socialmente responsabile è quella che meglio si adatta alle esigenze di un investitore interessato a un impiego alternativo del proprio denaro. Questa categoria ricomprende infatti diversi tipi di prodotti tradizionali che, oltre a non trascurare gli obiettivi reddituali di un risparmiatore, valutano l'impatto sociale e ambientale che gli investimenti hanno sulla comunità. Tra gli strumenti di finanza tradizionale a cui possono essere applicati anche criteri etici si ricordano i fondi d'investimento e le SICAV, le gestioni patrimoniali mobiliari, i fondi pensione, le assicurazioni e gli ETF (Exchange Traded Fund). La definizione di investimento

socialmente responsabile, fornita da EUROSIF nel 2003, descriveva tale investimento come un fenomeno caratterizzato da tre strategie individuali, lo screening elaborato (Core SRI), lo screening semplice e l'engagement. La definizione di investimento sostenibile e responsabile, termine introdotto sempre da EUROSIF nel 2008, ci riferisce che questo investimento è caratterizzato da un orientamento di lungo periodo che integra i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli che compongono il portafoglio degli investimenti. L'approccio unisce l'analisi dei fondamentali e l'engagement (l'attivismo degli azionisti attraverso la partecipazione alla vita assembleare) alla valutazione dei fattori ESG, con l'obiettivo di intercettare rendimenti a lungo termine e di offrire un beneficio alla società influenzando positivamente il comportamento delle aziende.⁵⁶ Un perimetro piuttosto largo che si definisce in modo più preciso attraverso l'individuazione delle sette strategie di investimento introdotte nel 2012. Queste sono: l'esclusione di titoli dall'universo investibile, lo screening normativo, l'azionariato attivo, l'integrazione ESG, la selezione dei titoli "Best-in-class", gli investimenti a tema sostenibile e l'investimento a impatto positivo. Di seguito verranno analizzati i comparti uno ad uno, evidenziando per ognuno le proprie caratteristiche:

- Esclusione di titoli dall'universo investibile, la strategia prevede l'esclusione a priori o a posteriori di un settore produttivo o di una compagnia il cui business risulta incompatibile con i criteri ESG o con gli standard normativi internazionali. Il processo di esclusione include tipicamente la valutazione sull'ammontare dei ricavi o degli altri profitti aziendali generato dal prodotto che viene escluso. Le esclusioni più comuni riguardano il settore degli armamenti, seguito dal tabacco,

⁵⁶ Eurosif; *European SRI study 2016*, 2016;

dall'energia nucleare, dalla pornografia, dal gioco d'azzardo, dall'alcol e dai test sugli animali.

- Screening normativo, l'obiettivo è di valutare la compatibilità delle imprese in portafoglio con gli standard minimi di business practice basati sulle normative internazionali di riferimento. La strategia prevede di definire l'universo investibile in base alla normativa internazionale relativa agli investimenti responsabili e alle tematiche ESG e di Individuare all'interno del portafoglio quelle imprese che operano in contrasto con le norme di riferimento, in modo da indurre l'impresa stessa ad adeguarsi o escludere il titolo dal portafoglio.
- Azionariato attivo, è la strategia che impone agli azionisti di impegnarsi in un dialogo strutturato e costante con il management della società in cui si investe e che si accompagna al monitoraggio continuo degli aspetti ESG che caratterizzano l'attività di impresa. L'attività trova anche una sponda normativa a livello continentale. Il 3 aprile 2017 il Consiglio Europeo ha approvato la Shareholders Rights Directive (SRD), una norma che si propone di rafforzare il coinvolgimento degli azionisti nelle grandi compagnie europee.⁵⁷ Questa nuova direttiva prevede l'applicazione di requisiti specifici che interessano aree, come l'identificazione degli azionisti, la remunerazione dei manager, la trasmissione delle informazioni e la facilitazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, per incoraggiare l'impegno degli azionisti e incrementare le trasparenza.
- Integrazione ESG, strategia che consiste nell'inclusione esplicita e sistematica da parte dei manager dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale. Le pratiche di integrazione, restano difficili da valutare, poiché a causa della

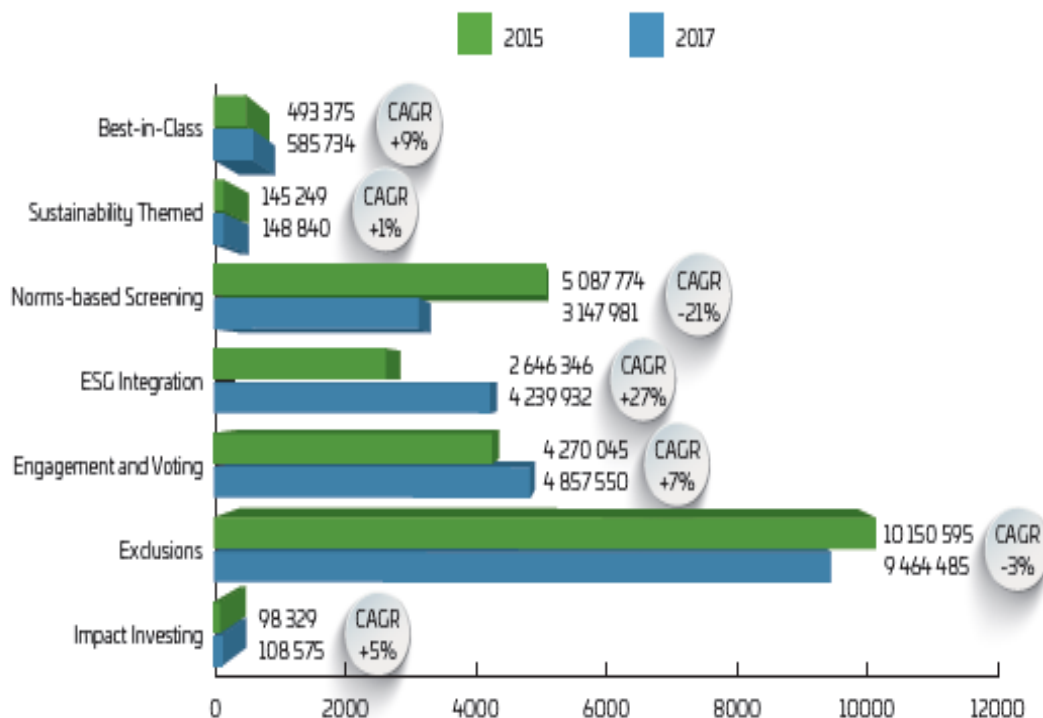
⁵⁷ Consiglio Europeo; *Shareholders' rights in EU companies: Council formal adoption*, 2017;

significativa mancanza di chiarezza nel perimetro dell'integrazione dei fattori ESG, è tuttora molto difficile valutare la misura con la quale poter effettivamente confrontare le strategie che rientrano nella stessa denominazione.

- Selezione dei titoli Best-in-class, è la strategia messa in campo dagli investitori che selezionano le imprese capaci di ottenere i migliori punteggi in termini ESG all'interno del loro comparto economico. La strategia può essere applicata a tutti i settori, anche a quelli controversi. Un fondo SRI, ad esempio, può agire in base a criteri che gli consentono di investire nel settore gas e petrolio ma limitatamente a quelle compagnie che si definiscono “best-in-class”, ovvero le migliori della categoria sulla base dei risultati emersi nello screening ESG.
- Investimenti a tema sostenibile, strategia che consiste nella scelta di aree di investimento che sono tipicamente correlate con l'idea stessa di “sviluppo sostenibile”. Le operazioni coinvolgono così una varietà di tematiche a partire da quelle ambientali. In questa categoria di investimenti rientra a pieno titolo anche il fenomeno dei green bonds;
- Investimento a impatto positivo, definito come ogni attività d'investimento for profit che genera intenzionalmente benefici misurabili per la società.⁵⁸ Gli elementi chiave della strategia sono, la correlazione tra l'impatto e il rendimento finanziario, la volontarietà dell'impatto sociale, la misurabilità dell'impatto sociale e la necessità dell'investimento di generare un beneficio per la società.

⁵⁸ Grabenwarter U., Liechtenstein H.; *In Search of Gamma - An Unconventional Perspective on Impact Investing*, IESE Business school, 2011;

Figura 2.1: Crescita strategie SRI in Europa



Fonte: Eurosif, European SRI Study, 2018.

Dalla Figura 2.1 emerge un generale trend positivo che interessa quasi tutti i comparti. Quello che si evidenzia particolarmente è una crescita significativa degli asset selezionati con il criterio dell'integrazione ESG, che presenta un tasso annuo di crescita composto (CAGR)⁵⁹ del 27%, il più alto tra tutti. Gli altri settori in crescita sono il Best-in-class (+9%), l'engagement and voting (+7%), l'impact investing (+5%) e il Sustainability Themed (+1%). Si registrano dei tassi negativi nel settore Exclusions (-3%) e soprattutto nel Norms-based Screening (-21%). Questa crescita abbastanza positiva suggerisce chiaramente che gli investitori stanno diventando più consapevoli del proprio potenziale

⁵⁹ Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo anglosassone Compounded Average Growth Rate, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo.

e vogliono fare la differenza scegliendo specifiche categorie d'investimenti, che promettono una corrispondenza tra aspettative e rendimenti.

2.3 GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA COME LOTTA ALLE DISUGUAGLIANZE

2.3.1 I Principali strumenti contro le disuguaglianze

Nel precedente capitolo, è stato affrontato il tema delle disuguaglianze che, come abbiamo visto, è stato sia una delle cause che una delle conseguenze della recente crisi economico-finanziaria. Infatti, secondo l'ultimo rapporto di Oxfam, l'82% dell'incremento di ricchezza globale registrato nel 2017 è andato a vantaggio dell'1% più ricco della popolazione, mentre oltre un miliardo di persone vive con meno di 1,25 dollari al giorno.⁶⁰ Inoltre, il "Global Risks Report" del 2018 pubblicato dal World Economic Forum (WEF), cita l'aumento delle disuguaglianze patrimoniali e di reddito come uno dei rischi che avranno un impatto maggiore sulla sicurezza globale nei prossimi 10 anni.⁶¹ Di fronte a questo scenario, occorre precisare che in contesti di disuguaglianza, l'inequiva distribuzione delle risorse diventa un fattore determinante e peggiorativo. L'inequiva ripartizione delle risorse e l'aumento delle disuguaglianze sono strettamente interconnessi e si declinano anche in termini territoriali a livello internazionale (paesi in via di sviluppo contro paesi sviluppati), europeo (Centro-Nord Europa contro Europa orientale e meridionale) e anche nazionale (Centro-Nord Italia contro Sud e isole). Di conseguenza, poiché è stato dimostrato che crescenti e inique disuguaglianze tra individui e territori determinano conseguenze negative dal punto di vista economico, sociale e ambientale, gli investitori sostenibili stanno prestando sempre maggior attenzione a questi temi. L'inquinamento, il depauperamento delle risorse naturali e la vulnerabilità delle infrastrutture al cambiamento climatico, per esempio, costituiscono minacce di carattere

⁶⁰ Pimentel Vázquez D.A., Aymar I.M., Lawson M.; Ricompensare il lavoro, non la ricchezza, Oxfam, 2018;

⁶¹ World Economic Forum; *The Global Risks Report 2017: 13th Edition*; 2018;

ambientale; lo sfruttamento dei lavoratori e la difficoltà di accesso ai servizi sanitari ed educativi sono criticità di ordine sociale; elevati livelli di corruzione e scarsa trasparenza nei modelli di business delle aziende sono tipici problemi di governance che trovano una significativa incidenza soprattutto nei paesi emergenti, ma anche nelle aree periferiche nazionali ed urbane. Quindi, in contesti già interessati da fragilità economica e sociale le problematiche legate a variabili ESG hanno un impatto ancora più accentuato, ad esempio, la difficoltà di accesso ai servizi sanitari nei paesi emergenti comporta un effetto sulle condizioni di vita della popolazione più marcato rispetto a regioni e paesi più ricchi, perché si somma ad altre criticità come basso reddito, condizioni lavorative e retributive inadeguate ed emarginazione sociale. In questo contesto dunque, l'investimento socialmente responsabile può assumere un ruolo determinante. Questo perché l'integrazione dei criteri ESG nelle strategie e nei processi d'investimento consente sia di individuare rischi non calcolabili con la sola analisi economico-finanziaria, sia di identificare le società in grado di cogliere le sfide di sostenibilità e di proporre soluzioni innovative. In merito a questo concetto, una ricerca condotta da Banor SIM e dalla School of Management del Politecnico di Milano, ha rilevato che queste società che si distinguono in ambito ESG sono anche più efficienti in termini di incremento del fatturato e di capacità di remunerazione degli investitori.⁶² Naturalmente, non tutti gli investitori SRI si pongono gli stessi obiettivi di investimento; infatti il peso accordato, rispettivamente, al rendimento finanziario, da un lato, e ai criteri ESG, dall'altro, può variare anche all'interno dello stesso portafoglio, in funzione delle strategie adottate. Il grafico seguente (Figura 2.2) riporta una tassonomia degli investimenti con, ai due poli opposti, l'approccio esclusivamente finanziario e filantropico.

⁶² Serafein G., Giudici G.; *Come preservare il capitale in modo sostenibile, nel tempo*, Banor SIM, 2018;

Figura 2.2: Tassonomia degli Investimenti



Fonte: Rielaborazione Forum per la finanza sostenibile da Eurosif 2012, European SRI Study.

Gli investimenti con effetti positivi sulla riduzione delle disuguaglianze territoriali e tra individui tendono a collocarsi sul lato destro dello schema, sebbene possano concorrere a questo risultato anche investimenti orientati anzitutto a una più efficace gestione dei rischi-opportunità ESG. In effetti, come già sottolineato, crescenti e inique disuguaglianze possono determinare un deterioramento del contesto locale, nazionale e internazionale di investimento, con fenomeni quali povertà nei mercati periferici, conflitti sociali, instabilità politica e migrazioni su larga scala. Tra gli strumenti della finanza sostenibile per ridurre le disuguaglianze ci sono gli investimenti a impatto. Secondo la definizione del Global Impact Investing Network (GIIN), l'organizzazione di riferimento a livello internazionale per l'impact investing, con l'espressione "investimento a impatto" si fa riferimento ad investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado, allo stesso tempo, di

produrre un ritorno economico per gli investitori.⁶³ Le caratteristiche di questa strategia di investimento sono:

- L'intenzionalità dell'investitore di generare un impatto positivo dal punto di vista sociale ed ambientale;
- il rendimento finanziario atteso, che può variare in funzione degli obiettivi dell'investitore ma, in ogni caso, deve prevedere almeno il rientro del capitale investito;
- l'eterogeneità dei rendimenti, che possono essere in linea o inferiori a quelli di mercato, e delle classi di attivo, che comprendono anche: anticipi sui flussi di cassa, fixed income, venture capital e private equity;
- la misurabilità dell'impatto sociale e ambientale (con diversi obiettivi e metodologie) e la rendicontazione degli impatti generati attraverso la pubblicazione di una reportistica dedicata (report d'impatto).

Tra gli strumenti di finanza a impatto più efficaci per la riduzione delle disuguaglianze si segnalano la microfinanza, attraverso canali come il microcredito, la micro-assicurazione, il micro-leasing e l'housing finance, e l'housing sociale. La microfinanza rappresenta un importante strumento di inclusione finanziaria e sociale, sia nei paesi in via di sviluppo sia nei paesi sviluppati: in effetti, si utilizza spesso l'espressione "finanza inclusiva" per riferirsi ai servizi micro-finanziari. In Italia, in particolare, il settore del microcredito sta registrando un'importante espansione. Tra il 2016 e il 2018 le richieste di finanziamento sono cresciute esponenzialmente, attestandosi a quota 1.507 nel primo semestre del 2018, contro le 1.155 presentate nell'intero 2017, per un totale di oltre €12,2 milioni di fondi

⁶³Forum per la Finanza Sostenibile; *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, 2017;

erogati nella prima metà dell'anno, corrispondenti a quasi 500 richieste attualmente accolte.⁶⁴ Per quanto riguarda l'housing sociale invece, si colloca a metà tra l'edilizia popolare e le proprietà private vendute o affittate a prezzo di mercato. Principalmente, si rivolge a famiglie o coppie del ceto medio, che non possono permettersi una casa a prezzo di mercato, ma che hanno un reddito troppo alto per accedere all'edilizia popolare, in generale famiglie di lavoratori non assunti a tempo indeterminato, studenti e immigrati. L'housing sociale si pone l'obiettivo di soddisfare le esigenze di questa categoria di individui attraverso l'offerta di soluzioni abitative a canoni d'affitto calmierati e/o a prezzi di acquisto convenzionati. In poco più di 20 anni, l'housing sociale si è diffuso in molti paesi come Canada, Australia ed Europa. In particolare, dopo il 2012 una larga sperimentazione del modello si è diffusa in Francia, Spagna, Belgio, Finlandia, Paesi Bassi, Danimarca Norvegia, Polonia, Svezia, Gran Bretagna, e dal 2014 anche in Italia con il lancio del Network Housing First.⁶⁵ Ogni paese in Europa e nel mondo ha sposato i principi cardine dell'approccio, ovvero assicurare una casa e mettere la persona e i suoi bisogni, desideri, capacità e risorse al centro di una strategia di recupero di uno stato di benessere adattando in maniera flessibile l'approccio al target group (cronici, persone over 65, persone senza dimora con dipendenze, persone senza dimora giovani, famiglie senza casa) e alle politiche nazionali.⁶⁶ Restando nel campo della finanza d'impatto, meritano di essere segnalati anche i "Pay-by-Result" (PbR), strumenti innovativi di impact investing destinati alla realizzazione di progetti di pubblica utilità, con una remunerazione degli investitori prevista solo in caso di effettiva generazione di un impatto

⁶⁴ Forum per la Finanza Sostenibile; *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, 2018;

⁶⁵ Il Network Housing First Italia è stato istituito nel 2014 a Torino. Si tratta di una rete di soggetti pubblici, privati e del privato sociale che da anni sono impegnati nei loro territori nel contrasto alla povertà estrema.

⁶⁶ Profilio A.; *Prima la casa*, CON magazine, 2018;

sociale positivo, opportunamente misurato. Tra gli strumenti più diffusi che rientrano in questa categoria si possono citare i Social Impact Bond (SIB), caratterizzati da:

- possibilità di generare un risparmio per la Pubblica Amministrazione attraverso l'iniziativa oggetto di finanziamento;
- condizionalità della remunerazione, versata soltanto a seguito del raggiungimento degli obiettivi e quindi della generazione di un impatto sociale;
- impatto sociale positivo, verificato e misurato.

Grazie a questi bond si permette alla Pubblica Amministrazione di risparmiare le risorse che possono successivamente essere utilizzate per remunerare l'investitore. La struttura del SIB prevede cinque portatori d'interesse che sono, la pubblica amministrazione, i fornitori del servizio, un investitore, un intermediario specializzato e un valutatore indipendente. Gli strumenti Pbr possono essere declinati in modo differente a seconda del contesto di intervento. Per esempio, nei paesi sviluppati l'obiettivo è in genere quello di potenziare il sistema di welfare già esistente, colmando lacune e inefficienze della spesa pubblica; nei paesi emergenti, invece, può essere necessario per offrire soluzioni a bisogni a cui lo Stato non è in grado di rispondere. Infine, anche gli Stati possono ricoprire un ruolo cruciale nella riduzione delle disuguaglianze economiche, sociali e territoriali implementando politiche pubbliche a sostegno di categorie sociali e di aree territoriali svantaggiate. Gli investimenti necessari per l'attuazione di questi programmi possono essere neutrali per i conti pubblici, nei casi in cui vengono reperiti aumentando il gettito fiscale, oppure finanziati attraverso il debito pubblico. In questo caso, gli Stati ricorrono all'emissione di titoli di Stato. I titoli di Stato tradizionali si limitano a finanziare la spesa pubblica senza alcuna garanzia sull'effettivo impiego delle risorse seguendo logiche di sostenibilità e, più nello specifico, in programmi sociali. Investire dunque in obbligazioni

dei paesi emergenti non significa automaticamente sostenerne la crescita e lo sviluppo se le politiche pubbliche locali non prevedono strumenti di redistribuzione dei rendimenti pubblico-privati e se i governi non promuovono la sostenibilità ambientale e l'equità sociale. Infatti, in alcuni casi, investimenti significativi in titoli di Stato non soggetti all'integrazione dei criteri ESG e associati a logiche spesso speculative di breve periodo possono addirittura comportare effetti negativi sul sistema economico-finanziario, traducendosi poi in perdite per gli investitori. L'esempio più significativo che riguarda queste dinamiche è la crisi del debito argentino del 2001. Ciò nonostante, gli investimenti in obbligazioni pubbliche possono essere un valido strumento per produrre effetti positivi in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance, se le obbligazioni sono esplicitamente vincolate a tali obiettivi. Un'opportunità interessante per i paesi in via di sviluppo è rappresentata dalla possibilità di conversione di parte del proprio debito pubblico in green e social bond. I paesi emittenti possono infatti offrire ai propri debitori lo swap dei titoli di stato in titoli di debito i cui rendimenti siano legati al raggiungimento di determinati obiettivi di carattere ambientale o sociale (strumenti Pay-by-Result). In molti casi la conversione del debito può comportare, oltre ad una riduzione dell'esposizione al rischio per gli investitori, un sostanziale risparmio in termini di spesa per interessi del paese emittente nonché un vincolo per lo stesso verso politiche a impatto ESG. Il mercato mondiale dei green bond è in forte crescita, superando la quota di 100 miliardi di dollari a giugno 2019, con in testa la Francia che alla stessa data di rilevazione aveva emesso obbligazioni sostenibili per valore di circa 15 miliardi di dollari.⁶⁷ Il processo di emissione di un green bond sovrano comporta una molteplicità di benefici, tra cui:

⁶⁷ <https://www.qualenergia.it/articoli/nei-primi-sei-mesi-del-2019-il-mercato-dei-green-bond-fa-il-botto/>;

- attrarre l'interesse degli operatori SRI, ampliando e diversificando la platea degli investitori del mercato nazionale dei titoli di Stato;
- testimoniare l'impegno del governo a sostenere la transizione verso un'economia low-carbon, con l'effetto di rilanciare o rinforzare il ruolo del paese nell'ambito delle organizzazioni e delle iniziative multilaterali per la finanza green;
- supportare la nascita e/o lo sviluppo del mercato nazionale dei green bond, incentivando aziende e amministrazioni locali a ricorrere all'emissione di tali strumenti;
- promuovere la collaborazione e il coordinamento tra i diversi soggetti amministrativi coinvolti nell'emissione, a beneficio di tutte le politiche nazionali per lo sviluppo sostenibile;
- consentire alle autorità competenti di analizzare l'allineamento tra condizioni di bilancio e obiettivi di sostenibilità.

Nel caso specifico dei mercati emergenti, l'emissione di un green bond sovrano ha l'effetto di attrarre investitori responsabili, ovvero, interessati a coniugare la duplice esigenza di conseguire rendimenti in linea o superiori a quelli di mercato e, contemporaneamente, di realizzare impatti socio-ambientali positivi.

2.3.2 Iniziative Europee

Dopo aver visto come la finanza etica attraverso i suoi strumenti che applicano criteri ESG nelle strategie e nei processi d'investimento è in grado di dare un forte contributo alla riduzione delle disuguaglianze economiche, che come è stato analizzato hanno risvolti negativi in ambito sociale ed ambientale, vediamo ora quali e in che modo queste problematiche siano sviluppate in Europa e quali sono le relative iniziative intraprese. La

crescita delle disuguaglianze tra individui e delle disparità tra Stati membri e regioni rappresenta una delle principali sfide da affrontare per l'Europa. Per quanto riguarda la distribuzione del PIL pro-capite, le rilevazioni Eurostat evidenziano un'area con un PIL pro-capite superiore alla media europea (che si attesta a €29.000), che parte dalle regioni del Nord Italia e si estende attraverso l'Austria e la Germania fino al Benelux, all'Inghilterra meridionale e alle regioni scandinave; altre aree a elevato PIL sono localizzate nella Francia meridionale e nel nord-est della Spagna e del Regno Unito. Le regioni più povere invece, con PIL pro-capite inferiore al 75% rispetto alla media europea, sono concentrate nei paesi baltici, in Europa orientale, in Grecia e nelle parti meridionali di Italia e Spagna.⁶⁸ Inoltre, le disuguaglianze di reddito si riflettono anche in altri ambiti, come l'istruzione. I dati PISA (Programme for International Student Assessment) suggeriscono che un bambino nato e cresciuto in un contesto socio-economico privilegiato abbia un rendimento scolastico mediamente migliore rispetto a un coetaneo proveniente da condizioni svantaggiate.⁶⁹ Le disparità di reddito producono pesanti effetti sul benessere della popolazione, sulla coesione sociale e sulla crescita economica; a loro volta, tali criticità possono avere implicazioni finanziarie significative: per esempio, l'instabilità sociale e politica di uno Stato può riflettersi sui mercati borsistici e obbligazionari di altri membri, compromettendo la stabilità finanziaria dell'intera Unione. Pertanto, è necessario incrementare gli investimenti di lungo periodo in progetti di carattere sociale, rivolti in particolare alle regioni più "periferiche" dal punto di vista socio-economico e alle fasce di popolazione a reddito inferiore. La politica di coesione che ha l'obiettivo di ridurre le disparità tra regioni europee, favorendo uno sviluppo territoriale bilanciato e sostenibile attraverso la creazione di posti di lavoro, la promozione

⁶⁸ Eurostat; *Regional GDP per capita ranged from 29% to 611% of the EU average*, 2018;

⁶⁹ Forum per la Finanza Sostenibile; *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, 2018;

della competitività tra aziende e un generalizzato miglioramento delle condizioni di vita, si struttura in programmazioni di sette anni. La fase attuale copre il periodo 2014-2020 e prevede uno stanziamento di 356 miliardi, finanziati attraverso tre fondi:

- L'European Regional Development Fund (ERDF) per la competitività e la creazione di posti di lavoro, focalizzato sull'innovazione e la ricerca, l'agenda digitale, le piccole e medie imprese e la transizione verso modelli low-carbon;
- L'European Social Fund (ESF), dedicato a quattro obiettivi tematici, come impiego e mobilità lavorativa, inclusione sociale e lotta alla povertà, investimenti in formazione e potenziamento della capacità istituzionale e miglioramento dell'efficienza della pubblica amministrazione;
- Il Fondo di Coesione, che sostiene i paesi membri che hanno un PIL pro-capite inferiore al 90% della media europea intervenendo, in particolare, nei settori delle reti trans-frontaliere e dell'ambiente.

Inoltre, per orientare il mercato dei capitali in progetti di sviluppo sostenibile, le istituzioni europee, e in particolare la Commissione, hanno avviato una profonda e ambiziosa riforma dei mercati finanziari in ottica di sostenibilità. Tra le iniziative più recenti si segnalano, l'High-Level Expert Group on Sustainable Finance, l'Action Plan della Commissione Europea e l'High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe. A dicembre 2016 la Commissione Europea ha costituito l'High-Level Expert Group (HLEG) on Sustainable Finance, un gruppo di esperti incaricato di elaborare raccomandazioni per lo sviluppo della finanza sostenibile. L'HLEG ha constatato che la crisi finanziaria ed economica iniziata nel 2008 ha prodotto notevoli impatti sociali sui paesi membri come la crescita delle disuguaglianze, la stagnazione del reddito reale delle fasce medio-basse della popolazione e la marginalizzazione sociale ed

economica di aree territoriali e settori produttivi poco remunerativi. Tali fenomeni hanno messo in discussione il possibile apporto positivo della finanza nel promuovere un'equa distribuzione del reddito e una crescita inclusiva; di conseguenza la promozione degli investimenti sostenibili è un elemento chiave nel piano di rilancio del progetto europeo. In particolare, le raccomandazioni rivolte dall'HLEG alla Commissione europea sono: supportare la crescita delle imprese sociali, introdurre indicatori di performance sui fattori sociali, incrementare gli investimenti a impatto sociale, supportare la proposta del Parlamento per un "Just Transition Fund"⁷⁰, promuovere un sistema bancario più inclusivo. Un'altra delle iniziative da segnalare a livello europeo riguarda l'Action Plan Financing Sustainable Growth che, pubblicato a marzo 2018 dalla Commissione, è finalizzato a orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, gestire in modo più efficace i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, migliorare la trasparenza, e incoraggiare un approccio di lungo periodo dell'attività economico-finanziarie. L'Action Plan si focalizza sui temi ambientali e, in particolare, sul cambiamento climatico, che rientra principalmente tra i maggiori rischi secondo il Global Risks Report del 2020 del World Economic Forum. In particolare nel 2020 secondo il rapporto, i primi maggiori cinque rischi globali rientrano tutti nell'ambito dei cambiamenti climatici, con al primo posto la preoccupazione verso gli eventi meteorologici estremi e catastrofici.⁷¹ Tornando all'Action Plan, complessivamente è stato accolto con favore dagli attori finanziari, senza tuttavia qualche critica riguardo l'assenza di misure che riguardano nello specifico i temi sociali. A tal proposito, un

⁷⁰ Il Just Transition Fund finanzierà l'uscita dalla dipendenza dai combustibili fossili nelle regioni europee che più ne dipendono, ma questo tipo di sostegno dovrà essere richiesto dallo Stato, la Regione o l'amministratore locale interessati.

⁷¹ World Economic Forum; *The Global Risks Report 2020*: 15th Edition; 2020;

gruppo di organizzazioni guidate da Share Action, ONG specializzata nella promozione dell'azionariato attivo responsabile, ha esercitato pressioni sulla Commissione affinché il programma si soffermi anche sulle questioni sociali e di governance, come diritti umani e regimi fiscali. Infine sempre in ambito europeo, si segnala l'High-Level Task Force (HLTF) on Investing in Social Infrastructure in Europe. Costituita a febbraio 2017, il suo obiettivo era di promuovere una maggior consapevolezza della classe politica sul ruolo cruciale delle infrastrutture sociali per la crescita economica e per il benessere dei cittadini, con lo scopo di incrementare gli investimenti pubblici e privati nel settore. A gennaio 2018, l'HLTF ha elaborato una serie di raccomandazioni su possibili politiche e modalità di finanziamento per colmare il gap di investimenti, attualmente stimato tra i 100 e i 150 miliardi di euro all'anno. Nello specifico, le aree di intervento ritenute prioritarie sono: istruzione, formazione permanente, settore abitativo, salute e assistenza di lungo-periodo.

2.3.3 Iniziative Italiane

Per quanto riguarda l'Italia, le disuguaglianze economiche e sociali del nostro paese si traducono soprattutto nel divario tra Nord e Sud. La disparità nei tassi di disoccupazione a livello regionale ne è un dato rappresentativo. Nel corso degli ultimi 10 anni, complice la crisi finanziaria ed economica, il differenziale tra i tassi di disoccupazione tra Nord e Sud è aumentato di 8,2 punti percentuali, raggiungendo nel meridione il 19,4%: quasi tre volte quello del Nord (6,9%) e due volte quello del Centro (10%). Ancora più rappresentativo è il dato che riguarda la disoccupazione giovanile, dove nel Mezzogiorno, più di un giovane su due (51,4%) tra i 15 e i 24 anni è alla ricerca di un'occupazione, a fronte di meno di un giovane su quattro al nord (24%) e uno su tre (31%) nel Centro

Italia.⁷² La scarsa industrializzazione del territorio, unita alla predominanza di realtà del settore terziario e dei servizi pubblici e a un settore agroalimentare poco competitivo, sono tra i fattori che concorrono alla generalizzata arretratezza economica del Mezzogiorno rispetto alle regioni del Nord. Inoltre, gli indicatori territoriali per le politiche di sviluppo mostrano differenze significative tra le regioni in termini di accesso ai servizi sanitari ed educativi e di attenzione agli aspetti ambientali, come ad esempio le percentuali di raccolta differenziata, che nel Meridione si attestano intorno al 46,1% contro il 67,7% del Nord-Italia; tuttavia, va segnalato come nell'ultimo anno la crescita di rifiuti urbani differenziati al Sud (4,2%), è stata maggiore di quella al Nord (1,5%).⁷³ In merito invece all'accesso ai servizi educativi, secondo i dati pubblicati dal Ministero dell'Istruzione dell'Università e della Ricerca (MIUR), negli ultimi dieci anni la dispersione scolastica a livello nazionale è calata dal 20,8% al 13,86%.⁷⁴ Tuttavia, le differenze territoriali sono significative, con la Sicilia che mostra i dati peggiori, con un tasso di abbandono che sfiora il 30%, seguita da Campania, Sardegna, Puglia e Calabria. Le regioni centro-settentrionali, al contrario, si posizionano tutte al di sotto della media nazionale. Un altro dato importante riguarda lo squilibrio nello sviluppo tra Nord e Sud, è che questo ha effetti anche sulla redistribuzione del reddito, poiché risulta che il saldo tra gettito fiscale regionale e spesa in servizi è positivo al Nord e negativo nel Meridione. La diversa capacità contributiva e i differenti livelli di spesa aggregata, con i conseguenti effetti sugli equilibri dei conti pubblici, richiedono politiche pubbliche e private incisive volte a contrastare le disuguaglianze. Gli strumenti di finanza sostenibile, e in particolare

⁷² Istat; *Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo*, si veda il sito dell'Istat all'indirizzo: <https://www.istat.it/it/archivio/16777>;

⁷³ Da Rold C.; *Quanti rifiuti produciamo? E perché solo al Nord sanno fare bene la differenziata?*, IlSole24ore, 2019;

⁷⁴ Forum per la Finanza Sostenibile; *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, 2018;

quelli a maggiore impatto sociale, si propongono come una risposta efficace. Tra gli interventi pubblici più recenti volti a sostenere lo sviluppo economico e sociale del Sud, la legge n°123 del 2017, la cosiddetta “legge Mezzogiorno”, ha stanziato €3,5 miliardi con l’obiettivo di stimolare la crescita e gli investimenti e ridurre la disoccupazione giovanile. Le erogazioni includono:

- 1,25 miliardi di euro per il bando “Resto al Sud”, finalizzato a sostenere progetti imprenditoriali di giovani tra i 18 e 35 anni;
- 250 milioni di euro a sostegno delle imprese agricole e delle Zone Economiche Speciali (ZES), a partire da Campania e Calabria;
- 1,3 milioni di euro a sostegno di opere infrastrutturali e delle aree terremotate.

Agli interventi nazionali e regionali si aggiungono i trasferimenti erogati dall’Unione Europea, attraverso i sopracitati Fondi Strutturali (ERDF, ESF e il Fondo di coesione), che per quanto rilevanti, si sono dimostrati poco efficaci nel ridurre il divario economico tra Nord e Sud. L’Unione Europea ha destinato circa 42,7 miliardi all’Italia tra il 2014 e il 2020. Di questi solo il 3% è stato effettivamente liquidato, contro una media europea del 13% e appena il 32% impegnato⁷⁵, nonostante le numerosissime opportunità di sviluppo sulle quali erano investibili. Oltre agli interventi di natura pubblica o europea, si segnalano anche interventi di natura privata, come quelli della SEFEA IMPACT SGR, prima società di gestione del risparmio italiana dedicata a istituire e gestire fondi d’investimento chiusi adottando esclusivamente una strategia di impact investing. La società intende mettere in contatto due mercati, quello del venture capital e quello delle imprese ad impatto sociale, che finora hanno trovato raramente punti in comune. Un tema

⁷⁵ Gabanelli M., Offeddu L.; *Roma - Bruxelles: 36 miliardi di saldo negativo. Chi decide il dare e l’aver?*, Corriere della Sera Dataroom, 2019;

cruciale attraverso cui si punta a sviluppare la relazione tra questi due mondi è quello degli impatti generati dagli investimenti. In tale ambito SEFEA IMPACT SGR promuove un processo di “gestione” degli impatti che comprende diversi passaggi tra cui, la definizione degli obiettivi, l’analisi degli stakeholder, la definizione degli strumenti di misurazione, l’effettiva valutazione dell’impatto dei risultati e la comunicazione dei risultati ottenuti. Il primo Fondo lanciato da SEFEA IMPACT SGR è il Fondo Sì (Social Impact), dedicato all’economia sociale italiana. Il target è composto da imprese che abbiano come obiettivo primario quello di raggiungere un chiaro e misurabile obiettivo sociale, cioè produrre attraverso la propria azione imprenditoriale degli impatti positivi sulla comunità a livello sociale, ambientale, culturale. Ad oggi il Fondo Sì ha attualmente investito 2,790 milioni di euro.⁷⁶ Oltre ai problemi relativi alle disuguaglianze tra Nord e Sud Italia, la nostra penisola presenta ulteriori problemi legati alla sua conformazione territoriale, in particolare le aree interne. Le aree interne rappresentano una parte ampia del paese, circa tre quinti del territorio e poco meno di un quarto della popolazione, distante dai grandi centri di agglomerazione e di servizio e con traiettorie di sviluppo instabili. Sono caratterizzate da crescenti problemi demografici, elevati costi sociali derivanti dal dissesto idrogeologico, dalla perdita di conoscenze territoriali, di paesaggi peculiari e di coesione sociale. Dispongono di un capitale territoriale abbandonato o non utilizzato, ma contraddistinto da un’elevata qualità ambientale e importanti risorse naturali e culturali e quindi manifestano un forte potenziale di attrazione. Per invertire la tendenza di spopolamento e di marginalizzazione di queste aree, che possono diventare un asse importante del rilancio del nostro paese, nel 2014 l’Italia, su proposta del Dipartimento per lo Sviluppo e la Coesione Economica del MISE (ora Agenzia per la

⁷⁶ Sefea Impact; *I nostri investimenti*, si veda il sito della Sefea Impact all’indirizzo: <https://sefeaimpact.it/fondo-si-nostri-investimenti/>;

coesione territoriale), ha adottato la Strategia Nazionale Aree Interne (SNAI). Attualmente, sono 72 le “Aree Progetto” coinvolte nella SNAI, complessivamente 1077 comuni e più di 2.000.000 di abitanti; di queste, 22 sono “Aree prototipo”; 20 sono le “Strategie d’area” approvate, molte altre in procinto di esserlo e 9 hanno sottoscritto gli “Accordi di Programma”. Infine, il tema delle disuguaglianze interessa anche le regioni più ricche del Paese nei contesti urbani e in particolare nelle periferie. A partire dal secondo dopoguerra le periferie urbane si sono estese a ritmo costante, favorito dalla rapida industrializzazione e dai massicci flussi migratori verso le città; all’epoca l’edilizia residenziale rappresentava un importante sbocco occupazionale e un valido ammortizzatore per le tensioni sociali. La mancanza di un coordinamento unitario dello sviluppo urbanistico è stata una delle cause dello sviluppo estremamente eterogeneo delle periferie urbane. Inoltre dagli anni 70’ in poi, contestualmente all’acuirsi delle tensioni sociali, il concetto di periferia si è affermato nel senso comune come paradigma del disagio sociale caratterizzato da alcuni elementi ricorrenti quali, distanza dal centro, carenza di servizi essenziali, condizioni abitative inadeguate, mancanza di sicurezza, emarginazione e tensioni sociali.⁷⁷ Ad oggi la definizione di periferia, infatti, non è più strettamente legata a una connotazione spaziale di distanza dal centro, ma fa riferimento a zone popolate da soggetti in condizioni di disagio economico ed emarginazione sociale, come immigrati e disoccupati. Negli anni numerosi interventi pubblici sono stati attuati dai diversi governi come i Programmi di Recupero Urbano (PRU) tra il 93’ ed il 94’, i Programmi di Riqualificazione Urbana e di Sviluppo Sostenibile del Territorio (PRUSST) del 1998 e il Piano città del Governo Monti nel 2012. Affianco a questi interventi per la riqualificazione delle periferie urbane, ci sono anche interventi più recenti come quelli

⁷⁷ Ciorra P.; *La fine delle periferie*, Treccani, 2010;

delle città di Milano, Roma e Firenze. In particolare, La città di Milano investirà oltre €50 milioni sulle sei aree omogenee della periferia urbana, con l'obiettivo di riqualificarne strutture o aree degradate e soprattutto di creare una rete di nuovi servizi per l'inclusione sociale, che spaziano dalle borse lavoro al sostegno e al reinserimento nel mondo del lavoro, passando per la realizzazione di spazi dedicati a cultura, sport e servizi. Firenze ha scelto di puntare sulla riqualificazione delle scuole nella periferia e nella cintura urbana della città, attraverso circa 50 interventi finalizzati a rendere gli istituti il fulcro dei quartieri. Roma, invece si concentra sul sostegno alla microimprenditorialità, oltre alle consuete opere di edilizia di recupero, promuovendo esperienze che spaziano dalla street art alla gestione di aree verdi.

2.3.4 Iniziative paesi emergenti

Secondo l'economista serbo Branko Milanovic, uno tra i massimi esperti mondiali in tema di disuguaglianze, i maggiori beneficiari dell'affermarsi del processo di globalizzazione a partire dalla fine degli anni '80, sono gli individui appartenenti alle economie emergenti asiatiche come la Cina, l'India, la Thailandia, il Vietnam e l'Indonesia, definiti da Milanovic come "la classe media globale emergente".⁷⁸ Tuttavia, non tutti i paesi hanno beneficiato allo stesso modo dell'incremento di ricchezza nell'economia mondiale globalizzata e, anche laddove vi sono stati dei miglioramenti dal punto di vista socio-economico, persistono importanti disuguaglianze intra-nazionali. In questo quadro, l'analisi degli indicatori macro-economici quali PIL, valuta e tasso di cambio pare non del tutto sufficiente per valutare i rischi-opportunità di investimento nei paesi emergenti; ciò è vero in particolare per gli investitori SRI, attenti sia ai rendimenti finanziari sia agli

⁷⁸ Samarani M.; *Vincenti e perdenti della globalizzazione: le tre fasi dell'economia globale*, Osservatorio globalizzazione, 2019;

aspetti di sostenibilità in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. È infatti superfluo ricordare che non basta investire in un paese emergente per generare effetti positivi in termini di sviluppo sostenibile, cioè creando valore non solo economico, ma anche ambientale e sociale. In generale, i mercati emergenti presentano interessanti opportunità per gli investitori internazionali: spesso si tratta di mercati con ritmi di crescita sostenuti, con una popolazione in crescita e una classe media in ascesa; al contempo, presentano numerosi fattori di rischio che possono compromettere i rendimenti, tra cui le fluttuazioni valutarie, la volatilità dei prezzi delle materie prime, l'instabilità politica e gli elevati livelli di corruzione. Alcuni operatori ritengono che le strategie SRI non possano essere applicate con successo nei mercati emergenti, in quanto caratterizzati da dinamiche e criticità proprie; in realtà, tali contesti presentano numerose problematiche ambientali, sociali e di governance, pertanto l'analisi ESG risulta particolarmente adatta per condurre politiche e strategie d'investimento efficaci sia dal punto di vista dei rendimenti, sia per la generazione di sviluppo sostenibile. Tra gli interventi più significativi in paesi emergenti, caratterizzati dall'adozione di approcci e strategie tipici dell'investimento sostenibile, emerge tra tutti l'esperienza di Fairtrade, basata sul lancio di fondi per finanziare programmi di sviluppo socio-ambientale. Fairtrade è un'organizzazione internazionale che lavora ogni giorno per migliorare le condizioni dei produttori agricoli dei Paesi in via di sviluppo. Lo fa attraverso precisi standard che permettono agli agricoltori e ai lavoratori di poter contare su un reddito più stabile e di guardare con fiducia al loro futuro. È presente, con circa 1600 organizzazioni, in 75 paesi diversi, per un totale di 1,6 milioni di agricoltori e lavoratori in Asia, Africa e America Latina. L'80% di queste piccole imprese è costituita da cooperative che prendono insieme le decisioni migliori per la loro impresa, dato che

hanno il 50% dei voti all'interno dell'assemblea di Fairtrade, e impiegano parte dei propri guadagni per migliorare il prodotto, investendoli in progetti di sviluppo economico e sociale.⁷⁹ Questa presenza, sviluppatasi nell'arco di oltre 20 anni, ha consentito di accrescere le competenze dei produttori nei paesi in via sviluppo e di soddisfare le esigenze di approvvigionamento delle aziende nei paesi importatori, sempre più attente ai temi di sostenibilità ambientale e sociale nella catena di fornitura. Fairtrade, nell'analisi dei bisogni dei produttori agricoli dei paesi in via di sviluppo, già da parecchio tempo ha posto attenzione ai meccanismi finanziari che regolano e supportano il commercio mondiale. Infatti, a seguito anche dell'evoluzione dei mercati finanziari, la società si è posta l'obiettivo di accompagnare la crescita del comparto anche con strumenti finanziari diversificati, senza limitarsi al solo pre-finanziamento. I principali strumenti finanziari sviluppati nel settore connesso al Fairtrade sono⁸⁰:

- Il Fairtrade Access Fund, soluzione integrata per Piccoli produttori rivolta inizialmente all'America Latina e all'Area Caraibica e successivamente estesa anche in Asia e Africa Sub-Sahariana con un fondo di circa \$10 milioni in grado di generare attività per circa \$25 milioni;
- L'Africa Agriculture and Trade Investment Fund, con l'obiettivo di finanziare servizi, anche finanziari, per imprese e piccoli produttori in aree rurali dell'Africa con una prospettiva a medio termine. La soglia di accesso per singola operazione è fissata a \$3,5 milioni. Si tratta di un fondo chiuso rivolto a investitori istituzionali con rendimento calmierato, l'obiettivo è garantire la rotazione delle risorse e l'incremento dei progetti finanziati.

⁷⁹ Fairtrade; *Ti raccontiamo il sostegno concreto di Fairtrade ai produttori del commercio equo e solidale*, si veda il sito di Fairtrade all'indirizzo: <https://www.fairtrade.it/produttori/>;

⁸⁰ Forum per la Finanza Sostenibile; *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, 2018;

- Il LendingAfricanFarming, dedicato allo sviluppo di attività creditizie per finanziare progetti a forte impatto socio-economico, rafforzando le filiere agricole sostenibili. Si tratta di un fondo chiuso rivolto a investitori istituzionali con rendimento calmierato e una dotazione totale dal 2015 di \$15 milioni. Le aree di intervento si concentrano in Africa orientale e occidentale.

Un altro intervento che merita di essere segnalato è quello di Raiffeisen Capital Management, uno dei leader dell'Asset Management in Austria dal 1985 con €38 miliardi di euro in gestione e una quota di mercato dei fondi d'investimento di circa il 19,2%.⁸¹ Raiffeisen Capital Management nasce dalle banche di credito cooperativo, dove il rispetto dei diritti dei lavoratori, così come la partecipazione attiva nel campo sociale l'hanno resa sin dall'inizio una società sostenibile. Il processo d'investimento sostenibile di Raiffeisen si fonda su diversi livelli di analisi; inoltre, a tutti i fondi si applicano esclusioni settoriali riguardanti la speculazione sui prodotti alimentari, armi controverse ed investimenti in carbone. Il primo livello di analisi è rappresentato dai criteri di esclusione per società e per paese. Il secondo livello prevede un dettagliato approfondimento sui singoli emittenti, che devono rispondere sia a criteri finanziari che di sostenibilità per essere inclusi nel portafoglio di investimento. In particolare, Raiffeisen Capital Management assegna un rating di sostenibilità ("RCM ESG Score") a ogni emittente, attribuendo un punteggio da 0 (insoddisfacente) a 100 (molto buono) in base alle performance in termini ESG. Tra i fattori che compongono il "RCM ESG Score" figurano a livello ambientale le emissioni di CO₂, la riciclabilità dei materiali e il consumo d'acqua e di energia; per quanto riguarda la dimensione sociale figurano la salute, la sicurezza, l'educazione e la qualità dei

⁸¹ Si veda il sito di Raiffeisen Capital Management all'indirizzo: <https://www.rcm-international.com/RCMIT/Page/TeaserListeFlexible/1357897706018>;

prodotti; infine, in termini di Corporate Governance si prendono in considerazione i Consigli di Amministrazione indipendenti, la partecipazione degli azionisti e il sistema di remunerazione dei dipendenti. Per concludere, un ultimo aspetto interessante da riportare è quello degli strumenti Pay-by-Result nei paesi emergenti. Nel precedente paragrafo abbiamo visto come questi strumenti rientrino nel campo della finanza d'impatto e che prevedono il rimborso del capitale investito dall'investitore soltanto se l'obiettivo sociale viene raggiunto. Inoltre, oltre ai SIB, esistono anche i Development Impact Bond (DIB), implementati soprattutto in paesi in via di sviluppo, in cui l'accordo sul ritorno dell'investimento si vincola non al soggetto pubblico bensì ad un contratto tra investitori privati e donatori. L'Educate Girl Bond, è il primo DIB mondiale sull'educazione, lanciato nel 2015 nella regione del Rajasthan in India dalla ONG indiana Educate Girl in collaborazione con UBS Optimus Foundation e con Children's Investment Fund Foundation (CIFF). Tale regione presenta la più grande popolazione analfabeta al mondo, con un accesso scolastico femminile particolarmente basso; di conseguenza soltanto il 50% delle donne sa leggere e scrivere. I principali obiettivi di questo DIB sono il superamento delle disuguaglianze di genere nell'istruzione e fornire pari opportunità per le ragazze che vivono in regioni emarginate dell'India. A sostegno dell'impatto positivo generato da questi strumenti parlano i risultati, che dopo solamente tre anni, sono stati molto positivi. In particolare, nell'ultimo anno i livelli di apprendimento per gli studenti in programma sono cresciuti del 79% in più rispetto ai loro coetanei in altre scuole; inoltre, circa il 92% delle ragazze ammissibili identificate nell'area del Rajasthan, sono state iscritte a scuola.⁸²

⁸² UBS Optimus Foundation; *Knowledge is power, The world's first Development Impact Bond in education*, 2018;

CAPITOLO 3

LE BANCHE ETICHE E IL CONFRONTO CON QUELLE TRADIZIONALI

3.1 LO SVILUPPO DELLE BANCHE ETICHE IN EUROPA

Secondo l'European Federation of Ethical and Alternative Banks (FEBEA), dagli anni trenta del secolo scorso il settore bancario, che in origine aveva una missione sociale riconosciuta tramite i monti di pietà, le banche mutue o cooperative e le casse di risparmio, ha perso progressivamente il suo orientamento etico. Questo ha reso necessaria la nascita di una nuova generazione di banche sociali, definite banche etiche, che hanno lo scopo di raccogliere e utilizzare il denaro in modo che abbia un impatto positivo sulla società e l'ambiente. Le banche etiche e sostenibili investono in nuove attività, come l'agricoltura biologica, le energie rinnovabili, il settore no-profit, il commercio equo e solidale, rispondendo ai bisogni di chi si trova escluso dall'accesso al credito e dei risparmiatori e investitori che vogliono capire in che modo siano utilizzati i loro risparmi. Grazie alle banche etiche, il sistema bancario riprende un percorso interrotto all'inizio del ventesimo secolo, per tornare ad essere uno strumento di sviluppo per le comunità locali e per nuove iniziative sociali e ambientali. Un percorso opposto, rispetto a quello scelto dalle banche tradizionali, sempre più orientate a usare la leva finanziaria per accumulare profitti crescenti, contribuendo alla finanziarizzazione dell'economia e creando le condizioni per una serie di crisi finanziarie che continuano a incidere negativamente sulle vite di milioni di cittadini.⁸³ Le banche etiche e sostenibili si sono sviluppate in Europa a partire dagli anni settanta. A livello internazionale queste banche etiche sono rappresentate da tre associazioni:

⁸³ Febea; *Ethical Finance*, si veda il sito di Febea all'indirizzo: <https://www.febea.org/febea/news/ethical-finance-0>;

- La Global alliance for banking on values (Gabv), una rete globale indipendente di banche che utilizzano la finanza per promuovere uno sviluppo economico, sociale e ambientale sostenibile. Gabv è nata nel 2009 ed oggi conta 55 istituzioni finanziarie e 12 partner strategici che operano in Asia, Africa, Australia, America Latina, Nord America ed Europa e raggiungono circa 50 milioni di clienti investendo in totale 197,6 miliardi di dollari.⁸⁴ Le banche etiche e sostenibile europee che fanno parte di Gabv sono quindici.
- L' European Federation of Ethical and Alternative Banks (Febea), organizzazione no-profit nata a Bruxelles nel 2001 e creata da sette istituzioni finanziarie etiche e sostenibili. Oggi ha 28 membri, di cui 12 banche, in 14 paesi, con 30,5 miliardi di euro di asset totali e circa 670 mila clienti. Febea rappresenta i suoi membri di fronte alle istituzioni europee e svolge un'attività di lobby per promuovere il ruolo della finanza etica e sostenibile.⁸⁵
- L'Association Internationale des Investisseurs dans l'Économie sociale (Inaise), fondata a Barcellona nel 1989 e prima tra queste organizzazioni, ha oggi 32 membri, alcuni dei quali sono anche soci di Gabv e Febea. Si distingue per la forte presenza di banche, fondazioni, reti e cooperative del sud del mondo, in particolare africane e sudamericane. Lo scopo di Inaise è quello di permettere agli investitori sociali dalla Norvegia al Sudafrica e dal Costa Rica al Giappone di unirsi, per scambiarsi le loro esperienze, diffondere informazioni e dimostrare che il denaro può veramente essere utilizzato come mezzo di cambiamento sociale e ambientale.⁸⁶

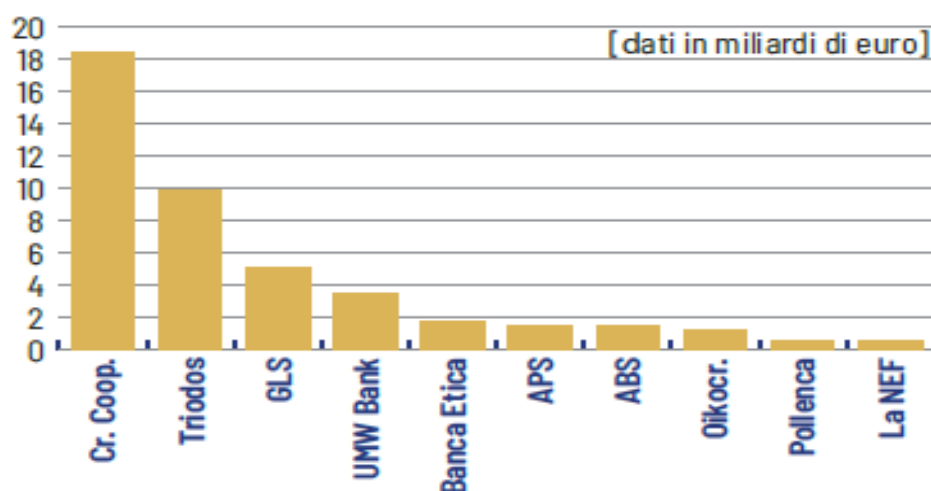
⁸⁴ Gabv; *About us*, si veda il sito di Gabv all'indirizzo: <http://www.gabv.org/about-us>;

⁸⁵ Febea; *Our Numbers*, si veda il sito di Febea all'indirizzo: <http://www.febea.org/febea/news/our-numbers>;

⁸⁶ Inaise; *A Propos de Nous*, si veda il sito di Inaise all'indirizzo: <http://inaise.org/info/a-propos/>;

Oggi sono più di venti le banche etiche e sostenibili in Europa, dalla tedesca GLS-Bank, prima fra tutte, nata nel 1974 a Bochum, fino alla più grande, la Crédit Coopératif che negli anni ottanta del secolo scorso rilancia le proprie attività con un forte orientamento alla finanza etica e sostenibile.

Figura 3.1: Le dieci più grandi banche etiche e sostenibili europee per volume degli attivi



Fonte: La finanza etica e sostenibile in Europa, secondo rapporto.

Nonostante la diffusione e la crescita delle banche etiche come evidenziano i dati della Figura 3.1, in Europa ancora manca una legge chiara e specifica che identifichi tale attività bancaria, come ad esempio quella italiana che vedremo nel paragrafo successivo. A tal proposito, per cercare di influenzare il dibattito europeo a favore delle banche etiche, è stato prodotto un libro bianco per la transizione verso una finanza sostenibile. Tra i firmatari del libro bianco ci sono Gabv e le ONG Finance Watch e M2020, che nel settembre del 2017 hanno presentato al gruppo di esperti di alto livello sulla finanza

sostenibile in Europa (HLEG) una serie di proposte su cui costruire una finanza finalmente allineata con i bisogni della società. Tali proposte sono:⁸⁷

- La valutazione della sostenibilità dei finanziamenti, per incoraggiare le banche a valutare gli aspetti di sostenibilità, di pubblico interesse e l'impatto sull'economia reale di ogni nuovo credito concesso;
- Requisiti patrimoniali con criteri di sostenibilità, ovvero ricalibrare le norme sulla solidità del capitale introducendo incentivi per le banche che investono in linea con i 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (SDG)⁸⁸ e richiedendo maggiori accantonamenti di capitale per le banche che hanno rischi ambientali e sociali più alti.
- Garanzie e agevolazioni per l'economia sostenibile, introducendo meccanismi di supporto degli investimenti nell'economia sostenibile come garanzie pubbliche (ad es. dalla Banca Europea degli Investimenti), incentivi fiscali o assistenza tecnica.
- Incentivi o oneri fiscali per i patrimoni finanziari basati su criteri etici, per creare un meccanismo di incentivazione che penalizzi o premi le istituzioni finanziarie in base all'impatto sociale o ambientale di determinati asset (per esempio prevedendo oneri fiscali aggiuntivi per chi concede crediti a imprese che estraggono petrolio dalle sabbie bituminose e sgravi fiscali a chi finanzia le energie rinnovabili);

⁸⁷Gabv, Finance Watch, M2020; *New Pathway, Building blocks for a sustainable finance future for Europe*, 2017;

⁸⁸ I 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile, sono degli obiettivi programmati dall'Agenzia 2030 per lo sviluppo sostenibile. Questi sono: sconfiggere la povertà, sconfiggere la fame, salute e benessere, istruzione di qualità, parità di genere, acqua pulita e servizi igienico-sanitari, energia pulita e accessibile, lavoro dignitoso e crescita economica, innovazione e infrastrutture, ridurre le disuguaglianze, città e comunità sostenibili, consumo e produzione responsabili, lotta contro il cambiamento climatico, la vita sott'acqua, la vita sulla terra, pace e istituzioni solide, partnership per gli obiettivi.

- Fondi europei di investimento sostenibile per i piccoli risparmiatori, per creare nuove norme europee che facilitino l'investimento dei cittadini in fondi di sostenibilità che promuovono progetti sociali e ambientali di lungo periodo;
- Formazione degli operatori finanziari alla sostenibilità, promuovendo corsi sulla sostenibilità degli investimenti in tutte le istituzioni finanziarie con l'appoggio della Federazione Bancaria Europea e delle associazioni bancarie dei singoli Paesi;
- Bilanci che indichino la parte di investimenti in linea con gli SDG, in modo che si possa capire quanta parte degli attivi sia investita in linea con i 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite;
- Titoli azionari di lealtà, attraverso il lancio delle "L-shares" (titoli azionari di lealtà), che garantiscano particolari incentivi agli azionisti che dopo averli acquistati, non li rivendono per un certo numero di anni. In questo modo si stimolerebbero le imprese quotate in borsa a rimanere concentrate sugli obiettivi di lungo periodo.

3.2 LA FINANZA ETICA IN ITALIA

3.2.1 La prima legge sulla finanza etica

Con la legge di bilancio approvata l'11 dicembre del 2016 è arrivato il primo riconoscimento legislativo per la finanza etica. Un traguardo atteso e raggiunto finora solo in Italia, dato che in nessun altro paese europeo esiste una norma che descriva in modo chiaro le caratteristiche che distinguono le banche etiche e sostenibili dalle banche tradizionali. Il testo della misura inserita nella legge di bilancio che ha modificato

l'articolo 111 del Testo Unico Bancario (TUB), introducendo l'articolo 111bis (Finanza etica e sostenibile), prevede che:⁸⁹

1- sono operatori bancari di finanza etica e sostenibile le banche che conformano la propria attività ai seguenti principi:

- a) valutano i finanziamenti erogati a persone giuridiche secondo standard di rating etico internazionalmente riconosciuti, con particolare attenzione all'impatto sociale e ambientale;
- b) danno evidenza pubblica, almeno annualmente, anche via web, dei finanziamenti erogati di cui alla lettera a), tenuto conto delle vigenti normative a tutela della riservatezza dei dati personali;
- c) devolvono almeno il 20% del proprio portafoglio di crediti a organizzazioni senza scopo di lucro o a imprese sociali con personalità giuridica, come definite dalla normativa vigente;
- d) non distribuiscono profitti e li reinvestono nella propria attività;
- e) adottano un sistema di governance e un modello organizzativo a forte orientamento democratico e partecipativo, caratterizzato da un azionariato diffuso;
- f) adottano politiche retributive tese a contenere al massimo la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, il cui rapporto comunque non può superare il valore di 1:5.

2- Non concorre a formare il reddito imponibile ai sensi dell'articolo 81 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre

⁸⁹ Art. 111 bis, Testo Unico Bancario, (TUB).

1986, n. 917, degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile una quota pari al 75 per cento delle somme destinate a incremento del capitale proprio.

3- Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, stabilisce, con proprio decreto, le norme di attuazione delle disposizioni del presente articolo, dalle quali non possono derivare oneri a carico della finanza pubblica superiori a un milione di euro in ragione annua a decorrere dall'anno 2017.

4- L'agevolazione di cui al presente articolo è riconosciuta nel rispetto dei limiti di cui al regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione, del 18 dicembre 2013, relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti "de minimis".

La norma contiene due parti a cui possiamo dare due giudizi diversi. L'aver dato una definizione alla finanza etica e sostenibile è sicuramente rivoluzionario ma gli incentivi previsti sembrano ininfluenti; in effetti, il tetto massimo agli incentivi stabilito in un milione di euro, applicabile alla totalità degli operatori etici/sostenibili, è una quota facilmente raggiungibile anche da pochi soggetti. Il vero limite, però, è contenuto nell'ultimo comma, che impone l'applicabilità degli sgravi a condizione che sia rispettato il regime de minimis (che fissa un tetto di appena 200mila euro in tre anni). Tuttavia, il solo fatto che sia stata inserita nel Testo Unico Bancario italiano una descrizione precisa dei criteri che contraddistinguono gli operatori di finanza etica e sostenibile è un traguardo storico, e rappresenta un esempio per l'approvazione di misure simili in altri Paesi e a livello di Unione Europea. Attualmente in Italia l'unica istituzione che è in grado di rispettare i criteri molto stringenti previsti dalla norma è Banca Popolare Etica.

3.2.2 L'esperienza di Banca Etica

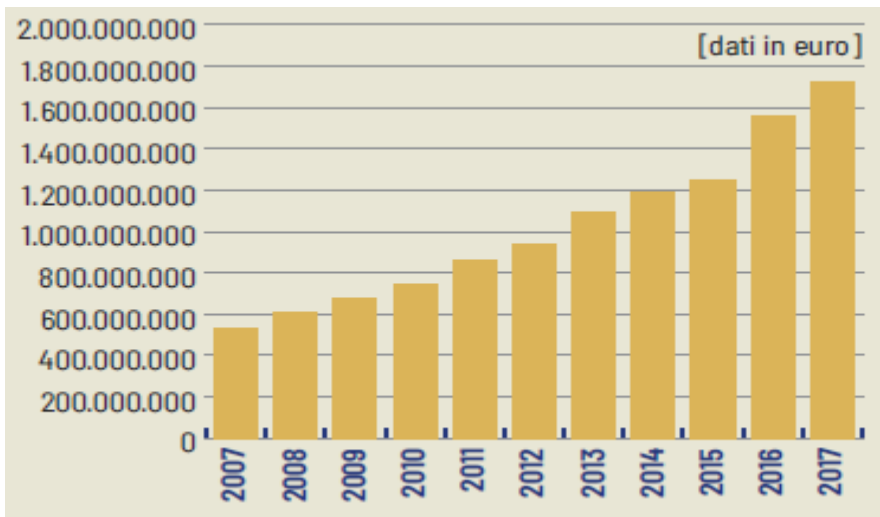
Nel dicembre del 1994, 22 organizzazioni del settore no-profit decidono di dar vita all'Associazione Verso la Banca Etica. Nel '95, l'associazione diventa cooperativa, finché nel '98 l'assemblea straordinaria dei soci delibera la trasformazione della cooperativa in Banca Popolare Etica, che dall'anno successivo inizia ad essere operativa. Successivamente nel 2000, viene costituita Etica Sgr, società di gestione del risparmio il cui obiettivo è quello di offrire prodotti finanziari coerenti con i valori che ispirano l'azione della banca. Infine nel 2003, nasce il Gruppo Banca Popolare Etica, costituito da Banca Popolare Etica in qualità di capogruppo ed Etica Sgr come controllata. Queste società sono organizzazioni diverse nella tipologia di intervento e nella forma giuridica ma accomunate da una storia e da obiettivi comuni maturati lungo un percorso di cittadinanza attiva e responsabile, nella ricerca di armonizzare le attività economiche e finanziarie con una visione dello sviluppo basata sulla centralità della persona e sul rispetto dell'ambiente. Oggi la Rete di Banca Etica è parte di un più ampio movimento mondiale che si caratterizza per la determinazione a promuovere e realizzare iniziative "portatrici di senso", intese come progetti attorno ai quali persone, associazioni, organizzazioni si aggregano e lavorano assieme, per rispondere alle sfide che l'umanità ha attualmente di fronte: la lotta all'esclusione, alla povertà e ai processi di degenerazione sociale, la disoccupazione, la tutela dell'ambiente, i rapporti Nord/Sud, una più equa distribuzione delle ricchezze e delle risorse del pianeta. Questa rete ha il compito di lavorare in un settore, quello del credito e della finanza, che attualmente viene indicato come uno dei più problematici, in grado di condizionare non solo le politiche economiche dei singoli stati, ma anche tutti gli sforzi che a livello internazionale vengono fatti per

combattere la povertà e ridurre l'impatto dei nostri modelli di sviluppo sull'ambiente.⁹⁰ I soci di Banca Etica sono migliaia di cittadini e organizzazioni che condividono i valori e lo statuto della Banca e ne sottoscrivono quote azionarie. I soci sono anche i proprietari della Banca, la quale, grazie a loro, è un istituto cooperativo indipendente dalla politica e dai grandi gruppi economico-finanziari. A fine 2018 i soci di Banca Etica erano 42.516 (977 in più rispetto a fine 2017) e sono rappresentati al 16% da persone giuridiche e al 84% da persone fisiche, per un totale di capitale sociale di 69.946.537,50 euro. Per facilitare le opportunità che le persone hanno nell'essere soci, la Banca ha sviluppato l'organizzazione territoriale dei soci, che prevede una dimensione locale (GIT), una dimensione di area (Forum d'Area) e una dimensione di raccordo nazionale (Interforum). In particolare, le circoscrizioni raggruppano i soci di un territorio che, riuniti in assemblea, eleggono un GIT (Gruppo di Iniziativa Territoriale), che è composto da 3 fino a 11 membri. Il GIT, che si caratterizza come un'associazione di fatto, ha la funzione di diffondere la cultura della Finanza Etica, di cogliere le richieste, le esigenze e gli stimoli provenienti dal territorio e di garantire l'informazione sull'attività della Banca. A fine 2018 risultavano attivi 88 GIT, ognuno di questi gestisce autonomamente una pagina sul sito istituzionale della Banca, per continuare, anche attraverso il web, la propria azione di relazione e informazione. La partecipazione attiva dei soci è testimoniata anche dal fatto che questi contribuiscono ogni giorno alla solidità della banca, collaborando per lo sviluppo di iniziative culturali ed educative sui territori di riferimento. In totale nel 2018 sono stati organizzati 863 eventi, la maggior parte dei quali costituita da conferenze, ma anche eventi di formazione, manifestazioni, assemblee, spettacoli e pubblicazioni. Attualmente Banca Etica è strutturata in 18 filiali, di cui una in Spagna. La crescita di

⁹⁰ Banca Etica; *La rete di Banca Etica*, si veda il sito di Banca Etica all'indirizzo: <https://www.bancaetica.it/chi-siamo/la-rete-di-banca-etica>;

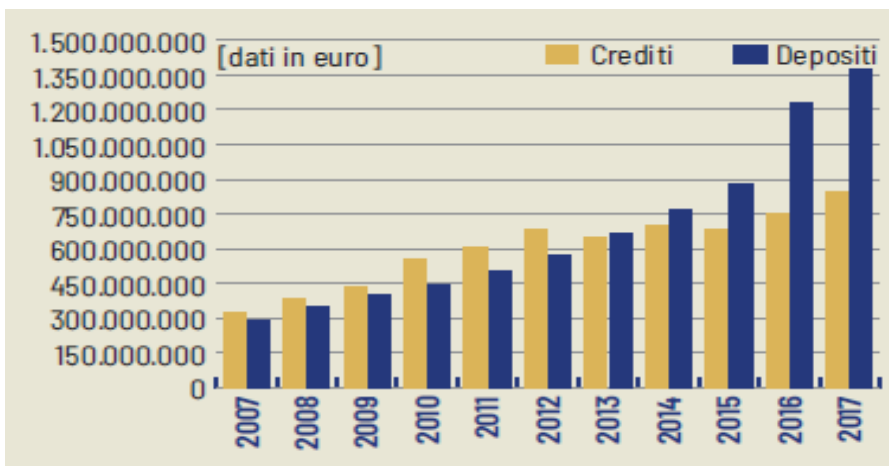
questo istituto bancario è testimoniata, come si vede nei grafici seguenti soprattutto dai dati relativi agli attivi, ai depositi e ai prestiti.

Figura 3.2: Crescita degli attivi di Banca Etica dal 2007 al 2017



Fonte: La finanza etica e sostenibile in Europa, secondo rapporto

Figura 3.3: Crescita dei depositi e dei prestiti di Banca Etica dal 2007 al 2017



Fonte: La finanza etica e sostenibile in Europa, secondo rapporto

Come possiamo vedere dalle Figure 3.2 e 3.3, gli attivi di Banca Etica sono cresciuti costantemente dal 2007 al 2017; inoltre la crescita non si è interrotta nelle fasi più acute

dell'ultima crisi finanziaria (2008 e 2009). In termini assoluti gli attivi sono cresciuti del 229% negli ultimi dieci anni. Per quanto riguarda i depositi, sono cresciuti del 535,36% dal 2007 al 2017, mentre i crediti, la cui crescita è stata meno regolare negli ultimi quattro anni rispetto a quella dei depositi, sono saliti del 160,47% nello stesso periodo. Un altro dato particolarmente significativo in merito alla crescita della banca, è quello relativo al numero complessivo di collaboratori, che secondo i dati del bilancio sociale del 2018⁹¹, tra dipendenti e banchieri ambulanti, è pari a 315, registrando un aumento del 7,14% rispetto ai valori dell'esercizio precedente. Interessante è il dato riguardo la parità di genere dei collaboratori, rappresentati al 55% da uomini e al 45% da donne, con una crescita del 24,7% rispetto al 2017 della presenza femminile anche tra i dirigenti. Inoltre, la banca è molto attiva riguardo la formazione dei collaboratori e le politiche di remunerazione. Quanto alla formazione, nel 2018 le ore medie di formazione per collaboratore sono state pari a 48,62, rispetto alle 32 retribuite, un aumento giustificato dal peso crescente della formazione obbligatoria derivante dalla direttiva Mifid 2. In merito alle remunerazioni invece, Banca Etica fissa un limite ai compensi dei propri manager, stabilendo che lo stipendio del Direttore Generale non possa essere superiore a 6 volte quello dell'impiegato con il livello di inquadramento più basso. Nel 2018 il rapporto tra la retribuzione massima e la retribuzione minima ammontava a 4,87, mentre il rapporto tra la remunerazione maggiore e quella media della banca era pari al 3,174, in linea con l'art 111bis. Per quanto riguarda l'area dei clienti, i risparmiatori nel 2018 sono arrivati a 61.577, per un totale di risparmio di 1,544 miliardi di euro (+12,5% rispetto al 2017); dal lato dei clienti finanziati, esattamente 12.265, l'importo ammonta a circa 930 milioni di euro, anche questo in aumento rispetto all'anno precedente.

⁹¹ Banca Popolare Etica, Bilancio Integrato, Esercizio 2018.

3.2.3 Etica Sgr

Etica Sgr è una società di gestione del risparmio che propone esclusivamente fondi comuni di investimento sostenibili e responsabili con lo scopo di rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari, sensibilizzando il pubblico e gli operatori finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa.⁹² L'operato della società si basa principalmente su valori di responsabilità, coerenza, centralità e rispetto della persona, trasparenza e di utilizzo responsabile delle persone. Etica Sgr dialoga costantemente con il management ed esercita inoltre i diritti di voto nelle assemblee delle società in cui investono i fondi, al fine di sollecitare le società ad una condotta più responsabile e accompagnarle nel percorso di raggiungimento di questo obiettivo. La società aderisce ai Principles for Responsible Investment (PRI), lanciati dalle Nazioni Unite nel 2006 con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali; inoltre è la prima Sgr italiana ad avere assunto un impegno concreto sul tema del cambiamento climatico aderendo al Montréal Carbon Pledge⁹³ a partire dal 2015. Nel perseguimento del proprio oggetto sociale e nella gestione dei rapporti con tutti gli interlocutori, Etica Sgr mira ad essere efficace ed efficiente economicamente e nello stesso tempo responsabile ed attenta alla governance, al sociale e all'ambiente. In particolare, promuove investimenti finanziari in titoli di emittenti che si distinguono per l'attenzione alle conseguenze sociali e ambientali dei loro comportamenti e si propone di partecipare attivamente, anche delegando altri soggetti, alle assemblee dei soci delle imprese nelle quali investe e di esercitare i diritti di voto collegati ai titoli in portafoglio.

⁹² Etica Sgr S.p.A, Statuto sociale 2019, art. 4.

⁹³ Il Montréal Carbon Pledge è iniziativa promossa dal PRI rivolta agli investitori istituzionali di tutto il mondo che prevede l'impegno da parte degli aderenti a misurare, ridurre e rendicontare l'impronta di carbonio dei propri investimenti azionari.

Inoltre chi sottoscrive i fondi di Etica Sgr ha la possibilità di devolvere su base volontaria un euro ogni mille a favore di un fondo dedicato al sostegno di iniziative di microfinanza e crowdfunding in Italia. Infine la società svolge anche un'attività di consulenza ESG, proponendosi di rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari e di sensibilizzare il pubblico nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa. Il processo di selezione dei titoli che compongono il portafoglio dei fondi comuni d'investimento della società, avviene attraverso l'analisi dei criteri ESG e l'analisi finanziaria. In merito alla prima analisi, Etica Sgr sottopone gli Stati e le società ad un doppio screening per individuare i Paesi più virtuosi dal punto di vista socio-ambientale e le aziende più attente alla sostenibilità e al benessere collettivo, creando il cosiddetto Universo investibile degli emittenti. A tal proposito, una critica che viene spesso sollevata sostiene che negli SRI la diversificazione di portafoglio dovrebbe essere meno efficace, poiché selezionare le imprese in base a criteri sociali, ambientali e di governance aggiuntivi, restringe l'universo delle attività investibili e non permette quindi di distribuire il rischio in maniera ottimale; tuttavia selezionare attentamente soltanto le imprese socialmente responsabili, valutandole quindi su un maggior numero di informazioni, porta a investire su aziende che gestiscono meglio i rischi operativi ed i rapporti con tutti gli stakeholder, e sono quindi in grado di anticipare successivi problemi che possono intaccare la capacità dell'azienda di generare valore. Quindi è chiaro che la controversia sull'investimento socialmente responsabile ruota soprattutto attorno al fatto che prevalga il fattore di mitigazione del rischio operativo, piuttosto che quello sulla riduzione della componente eliminabile del rischio di portafoglio. L'utilizzo di una metrica appropriata del rischio ESG contribuisce tuttavia a ottimizzare la diversificazione del portafoglio e migliorare la stima della volatilità finanziaria. Tale metrica assegna un

punteggio ESG ad ogni titolo presente in portafoglio, più alto ai titoli di aziende e Paesi virtuosi, più basso a quelli meno attenti a queste tematiche. Tutto ciò permette di organizzare i titoli in classi di Rischio ESG. Data questa distribuzione, risulta che il Rischio ESG è tanto più basso quanto più i titoli virtuosi in termini ambientali, sociali e di governance si concentrano nelle classi con punteggio più elevato.⁹⁴ La metrica di Rischio ESG definita da Etica Sgr apre la strada per l'introduzione di un approccio innovativo e rigoroso, grazie anche al fatto che è stata dimostrata l'esistenza di una forte correlazione statistica con il tradizionale rischio finanziario di portafoglio, il VaR non diversificato. Di conseguenza, chi decide di investire integrando all'analisi finanziaria anche aspetti legati a temi ESG può contare su un vantaggio competitivo della gestione del rischio nel lungo periodo. Per quanto riguarda invece l'analisi finanziaria, spetta al gestore delegato Anima Sgr, società di gestione del risparmio indipendente che valuta le performance finanziarie e seleziona, nell'ambito degli Universi Investibili definiti, i migliori titoli dal punto di vista del rapporto rischio/rendimento, nel rispetto della politica di investimento. Infine, come dimostrazione dell'ottimo lavoro svolto dalla società, dal report d'impatto del 2019 emergono dei risultati molto soddisfacenti. In particolare, per quanto attiene l'ambiente, le società (quelle i cui titoli sono presenti nei portafogli dei fondi di Etica Sgr) che hanno definito obiettivi di riduzione delle emissioni sono cresciute del 69%, mentre le società che si impegnano pubblicamente a ridurre l'utilizzo di acqua e aumentare l'efficienza idrica sono cresciute del 34%. Riguardo l'ambito sociale, la media dei posti di lavoro creati dalle società in portafoglio nell'ultimo anno è cresciuta del 142%; ottimo risultato anche per le società che adottano politiche formali sul rispetto dei diritti umani con una crescita del 35%. Per concludere, rispetto alla governance, le

⁹⁴ Etica Sgr; *Rischio ESG*, si veda il sito di Etica sgr all'indirizzo: <https://www.eticasgr.com/investimento-responsabile/rischio-esg>;

società la cui politica di remunerazione variabile è legata a obiettivi ESG registrano un +24%, mentre le società con una presenza femminile in ruoli dirigenziali del 20%, o maggiore, sono cresciute del 55%.⁹⁵

3.3 CONFRONTO TRA BANCHE TRADIZIONALI E BANCHE ETICHE

Prima di analizzare le differenze di risultati e performance rilevate negli ultimi anni tra questi due diversi modelli di banca, l'analisi si concentrerà dapprima sulla rischiosità e la stabilità delle banche etiche. Riguardo la rischiosità, da un punto di vista teorico, le banche etiche potrebbero essere più o meno rischiose delle banche tradizionali. Infatti, da un lato le banche etiche potrebbero essere meno rischiose poiché in generale sono avverse al rischio e focalizzano i loro investimenti sull'economia reale, evitando prodotti finanziari altamente strutturati e attività speculative. Tuttavia, dall'altro lato queste banche potrebbero essere più rischiose dato che generano meno profitti che potrebbero essere usati per ricostituire le riserve di capitale dopo periodi di crisi. Inoltre, le banche etiche potrebbero essere esposte ad un rischio di insolvenza creditizio più elevato; ad esempio, una banca che concede molto credito al settore delle energie rinnovabili sarebbe fortemente influenzata dalla riduzione dei sussidi alle energie rinnovabili. Tuttavia, va ribadito che le banche etiche sono specializzate nel loro campo e quindi possiedono un know-how specifico che consente loro di valutare correttamente la rischiosità di un progetto. A supporto di questa linea di pensiero, Acharya, Hasan e Saunders nel 2006 hanno dimostrato come una specializzazione settoriale delle banche è collegata con un migliore monitoraggio e una più alta qualità del portafoglio di prestiti, mentre la diversificazione verso nuovi settori potrebbe diminuire l'effetto del monitoraggio e

⁹⁵ Etica sgr; Report d'impatto 2019;

aumentare la rischiosità della banca.⁹⁶ Un altro importante fattore di rischio è quello legato alla perdita di reputazione, superiore nelle banche etiche rispetto a quelle tradizionali, poiché i clienti delle banche etiche hanno scelto la loro banca appositamente per la sua strategia di social business. Di conseguenza i maggiori costi derivanti da un possibile scandalo dovrebbero condurre a decisioni aziendali più prudenti e ad una chiara attenzione alla conformità. Infatti una sfida delle banche etiche è quella di trovare personale altamente qualificato che si identifica con la natura della banca, nonostante un salario minore rispetto alla media e dei bonus molto piccoli o inesistenti; questo elimina il rischio di azzardo morale e aumenta l'avversità al rischio rispetto alle banche tradizionali. Per quanto riguarda la stabilità delle banche etiche durante e dopo la crisi, come vedremo successivamente in termini numerici, ci sono alcune considerazioni da fare. In primo luogo, le banche etiche sono finanziate principalmente da piccoli risparmiatori e sono in gran parte indipendenti dal mercato interbancario, quindi in tempo di crisi sono più protette dal contagio. In secondo luogo, in termini reali, le banche alternative dovrebbero godere di maggiore stabilità rispetto ai concorrenti a causa della loro enfasi sulla relazione dei prestiti. Infatti, alcuni dei loro prestiti, come ad esempio i progetti sociali (scuole materne, ecc.) sono meno esposti al ciclo economico, rispetto ad esempio al settore manifatturiero, anche se potrebbero risentirne nel caso dei tagli alla spesa pubblica. Infine in terzo luogo, le banche etiche prima della crisi erano ancora un fenomeno di nicchia, mentre ora la loro rapida crescita potrebbe essere una minaccia per il loro modello di business. Infatti, nelle banche tradizionali, una forte crescita del volume del credito è associata ad un aumento del rischio bancario. Ciò potrebbe comportare difficoltà nel caso in cui l'organizzazione della banca non è attrezzata per gestire questo

⁹⁶ Acharya Viral V., Hasan I., Saunders A.; *Should Banks Be Diversified? Evidence from Individual Bank Loan Portfolios*, Università di Chicago, 2002;

rapido afflusso di depositi. Infatti, una rapida crescita potrebbe destabilizzare le banche e costituire una minaccia per i propri principi e valori se, ad esempio, non si trovano sufficienti progetti sostenibili da abbinare al maggiore afflusso di depositi.

Per quanto riguarda il confronto tra le banche etiche e le banche tradizionali, utilizzerò i dati del secondo rapporto sulla finanza sostenibile in Europa, dove sono state messe a confronto le 23 banche e etiche e sostenibili europee e le 15 maggiori banche tradizionali europee chiamate per l'appunto sistemiche a causa della loro dimensione, complessità e presenza internazionale, che in caso di crisi o fallimento potrebbero causare gravi problemi a tutto il sistema finanziario ed economico. Per misurare la propensione al finanziamento dell'economia reale di una banca, si è calcolata la percentuale di credito sul totale dell'attivo. Quello che risulta è che le banche etiche e sostenibili europee presentano una percentuale nel 2017 del 76,94% contro il 40,52% delle banche sistemiche; in altre parole, le banche etiche fanno molto di più le banche, intese nel senso originario del termine, mentre le tradizionali preferiscono altre attività rispetto alla concessione di crediti, come ad esempio investimenti in titoli o partecipazioni in imprese. La differenza strutturale tra le due categorie di banche si conferma anche nel rapporto tra i depositi dei clienti e il totale del passivo, dove si registra il 73,68% per le banche etiche e il 44,05% per le banche sistemiche. In sostanza le banche etiche e sostenibili si basano molto di più sui depositi dei clienti rispetto alle banche sistemiche, che raccolgono risorse soprattutto da altri canali, come l'emissione di titoli o i depositi da parte di altre banche. Per quanto riguarda invece la solidità patrimoniale, oggi il parametro più utilizzato per misurarla è il cosiddetto Tier 1 Ratio (rapporto tra Capitale Tier 1 e attività ponderate per il rischio). Tuttavia, il confronto del Tier 1 Ratio risulterebbe poco significativo in quanto, a seguito degli accordi di Basilea, le banche sistemiche sono state obbligate ad avere

livelli di Capitale Tier 1 elevati, accantonando “cuscinetti” di capitale aggiuntivo rispetto alle banche non sistemiche; di conseguenza, per misurare la solidità, è stata calcolata la percentuale di patrimonio netto sul totale del passivo. Anche in questo caso i numeri vanno a favore delle banche etiche che presentano una percentuale del 11,03% nel 2017, quasi il doppio rispetto al 5,93% delle banche sistemiche. Passando all’analisi reddituale, attraverso il confronto del ROA e del ROE, si evidenzia un livello in media superiore del ROA delle banche etiche negli ultimi 10 anni (0,42%), rispetto alle banche tradizionali (0,06%). La superiorità delle banche etiche in termini reddituali, è evidenziata soprattutto dai dati del confronto del ROE, in quanto il rendimento medio negli ultimi dieci anni delle banche etiche (3,98%), risulta più di tre volte superiore rispetto a quello delle banche sistemiche (1,23%). Infine, un ultimo confronto tra i due modelli bancari, è quello relativo alla percentuale dei “non performing loans” (NPL), ovvero i crediti deteriorati. I motivi del deterioramento di un credito sono molteplici ma in genere si possono ricondurre a due ordini di cause. La prima riguarda una situazione economica difficile in una particolare regione o Paese, tale da mettere in crisi imprese, cooperative e associazioni, che a loro volta hanno difficoltà a restituire i prestiti; la seconda potrebbe essere una valutazione non corretta del creditore da parte delle banche. In base alla prima causa quindi, è opportuno effettuare i confronti tra banche appartenenti allo stesso Paese e non è molto significativo un confronto tra Paesi diversi. Il confronto, a causa della difficoltà di reperimento dei dati sui crediti deteriorati, si basa esclusivamente sulle banche etiche e non etiche di quattro paesi (Italia, Germania, Francia, Paesi Bassi). Come evidenziano i seguenti dati, gli NPL sembrano essere, appunto, un fenomeno strettamente legato alla situazione economica di determinati Paesi e rappresentano un problema soprattutto per l’Italia. Infatti la Banca d’Italia ha sottolineato come la profonda e prolungata recessione

che ha colpito l'economia italiana e la lunghezza delle procedure di recupero dei crediti hanno concorso a determinare un elevato livello di crediti deteriorati nel sistema bancario italiano.⁹⁷ Tuttavia, nonostante la situazione economica italiana, Banca Etica è riuscita a mantenere un NPL ratio del 7%, molto inferiore alla media del sistema bancario italiano che è del 13,5% e alla percentuale dell'Unicredit (10,2%). Anche negli altri Paesi analizzati, ad eccezione dei Paesi Bassi, le banche etiche e sostenibili hanno una percentuale di crediti deteriorati inferiore alla media nazionale e a quella di alcune banche sistemiche dello stesso paese. In particolare, in Germania la Umweltbank con una percentuale dello 0,12%, risulta inferiore sia alla Deutsche Bank (1,7%) che alla media tedesca (2,5%); in Francia, il gruppo Crédit Coopératif presenta un rapporto del' 1,81%, contro il 3,74% di Crédit Agricole e il 3,7% della media francese. Per quanto riguarda i Paesi Bassi, l'NPL ratio della banca etica Triodos Bank (2,70%), più alto sia rispetto alla media nazionale (2,31%), che rispetto alla banca sistemica ING Bank (1,9%), è giustificato dal fatto che oltre il 40% degli asset del gruppo Triodos non è in Olanda, e circa il 22% è in Spagna, un paese il cui sistema bancario ha una NPL ratio media pari al 5,7%.⁹⁸ Alla fine del confronto tra questi due diversi modelli bancari, i numeri parlano abbastanza chiaramente. Le banche etiche sono molto più orientate a offrire servizi all'economia reale rispetto alle banche tradizionali, sono mediamente più solide dal punto di vista patrimoniale e hanno dimostrato una maggiore redditività, in termini di ROA e ROE. Le banche sistemiche, dopo il crollo del 2008 non sono più riuscite a ripetere le performance eccezionali che hanno ottenuto nel periodo pre-crisi; al contrario, le banche etiche e sostenibili hanno avuto rendimenti pressoché costanti senza subire contraccolpi

⁹⁷ Banca d'Italia; *I crediti deteriorati (NPLs) del sistema bancario italiano*, si veda il sito della Banca d'Italia all'indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html>;

⁹⁸ Cavallito M., Isonio E., Meggiolaro M.; *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Fondazione Finanza Etica, 2019;

significativi nei periodi in cui la crisi è stata più acuta, dimostrando una grande resilienza. Le banche etiche, infine, hanno registrato una crescita considerevole di tutte le grandezze misurate, segno che la finanza etica è stata scoperta da un numero sempre maggiore di persone, in particolare in un periodo caratterizzato da gravi incertezze nel mercato bancario e finanziario europeo.

CONCLUSIONI

Dal 1984, anno in cui Edward Freeman pubblicò la “Teoria degli Stakeholder”, i passi avanti compiuti dalla sfera dell’economia socialmente responsabile sono stati tanti. Quello più importante riguarda sicuramente l’evoluzione di questa visione alternativa da un ambito esclusivamente teorico del dibattito ad una applicazione pratica in tutte le sfere dell’economia. Anche la finanza ha dato il suo contributo e dalla nascita dei primi fondi etici a oggi il risparmio gestito con criteri sostenibili è cresciuto in maniera esponenziale, con la complicità di una crisi del sistema finanziario tradizionale nel quale, da circa un decennio, sta venendo a mancare la fiducia. Tuttavia, nonostante la minor fiducia, e nonostante le autorità di vigilanza, come abbiamo visto nel primo capitolo, abbiano introdotto regole più stringenti e una maggiore supervisione sull’operato delle grandi banche, ancora oggi questi istituti sono legati ad un modello di business basato sulla leva finanziaria per accumulare profitti crescenti, e inoltre aggirano quelle norme che erano state introdotte post-crisi, come ad esempio le limitazioni sulle scommesse nei derivati. Di conseguenza, è di vitale importanza che la finanza etica continui questo processo di crescita e sviluppo, attraverso l’emanazione di regole e strumenti chiari e condivisi, che le consentano di evitare errori e leggerezze che potrebbero minarne seriamente la credibilità, ostacolando così una sua ulteriore diffusione. Dopo tutto è stato sottolineato come la finanza etica, attraverso i suoi strumenti che integrano i criteri ESG, e attraverso investimenti orientati nel lungo periodo, sia in grado di condurre verso una crescita ed uno sviluppo sostenibile, al contrario della finanza tradizionale. Infatti, in merito allo sviluppo sostenibile, abbiamo visto come la finanza etica abbia gli strumenti per ridurre le disuguaglianze sociali e di reddito che, a seguito di scelte politiche ed economiche

azzardate del passato e a seguito del processo di globalizzazione siano cresciute sempre più, soprattutto nei paesi emergenti. Per quanto riguarda invece il settore bancario, l'ultimo capitolo, attraverso il confronto dei due diversi gruppi, ha mostrato come le banche etiche, oltre ad essere meno rischiose, siano anche relativamente più solide dal punto di vista patrimoniale e reddituale delle banche tradizionali. Riassumendo, nonostante ancora oggi la finanza tradizionale resti protagonista dell'economia mondiale, in quest'ultimo decennio i passi in avanti sono stati molteplici, trasformando la finanza etica da un fenomeno di nicchia ad una realtà affermata. Di conseguenza, a mio parere, di fronte agli attuali problemi e rischi che presenta il mondo intero, come le disuguaglianze sociali e di reddito, i cambiamenti climatici, la perdita di biodiversità e gli eventi meteorologici estremi, scegliere di investire in modo etico e sostenibile non deve essere soltanto un'alternativa, quanto un dovere, per garantire a ognuno di noi e soprattutto alle generazioni future una crescita sostenibile, inclusiva e duratura.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya Viral V., Hasan I., Saunders A.; *Should Banks Be Diversified? Evidence from Individual Bank Loan Portfolios*, Università di Chicago, 2002;
- Annunziata F.; *La disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli Editore, 2017;
- Associazione Finanza Etica; *Il manifesto della finanza etica*, 1998;
- Banca d'Italia; *I crediti deteriorati (NPLs) del sistema bancario italiano*, <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html>;
- Banca Etica; *La rete di Banca Etica*, <https://www.bancaetica.it/chi-siamo/la-rete-di-banca-etica>;
- Barbagallo C.; *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, 2019;
- Barolini A.; *World inequality report 2018. Cosa dice il rapporto completo sulla disuguaglianza nel mondo*, Lifegate, 2018;
- Biraschi P., Caretta A., Padrini F.; *Il piano europeo di ripresa economica tra vincoli e opportunità*, Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2009;
- BIS; *OTC derivatives outstanding 2018*, <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>;
- Borsa Italiana; *Dodd Frank Act - L'ambiziosa riforma di Wall Street*, 2013;
- Cavallito M., Isonio E., Meggiolaro M.; *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Fondazione Finanza Etica, 2019;
- Ciorra P.; *La fine delle periferie*, Treccani, 2010;

Consiglio Europeo; *Shareholders' rights in EU companies: Council formal adoption*, 2017;

Consob; *Le crisi finanziarie*, <http://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>;

D'orsogna M.R.; *Disastri ambientali, gli echi della Exxon Valdez dopo 25 anni*, Il Fatto Quotidiano, 2014;

Da Rold C.; *Quanti rifiuti produciamo? E perché solo al Nord sanno fare bene la differenziata?*, IlSole24ore, 2019;

De Grauwe P.; *Economia dell'unione monetaria*, Il Mulino, 2009;

Di Turi A.; *Indici etici, il benchmark della finanza etica*, Abc Risparmio, 2010;

Eccles R.G., Ioannou I., Serafein G.; *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Università di Harvard, 2012;

El-Erian M.; *Why haven't politicians learned from the financial crisis?*, The Guardian, 2017;

Etica Sgr; *Rischio ESG*, <https://www.eticasgr.com/investimento-responsabile/rischio-esg>;

Eurosif; *European SRI study 2016*, 2016;

Eurostat; *Regional GDP per capita ranged from 29% to 611% of the EU average*, 2018;

Fairtrade; *Ti raccontiamo il sostegno concreto di Fairtrade ai produttori del commercio equo e solidale*, <https://www.fairtrade.it/produttori/>;

Febea; *Ethical Finance*, <https://www.febea.org/febea/news/ethical-finance-0>;

Febea; *Our Numbers*, <http://www.febea.org/febea/news/our-numbers>;

Ferrando M.; *Glass Steagall Act*, Il Sole24ore, 2016;

Filippucci E.; *Le leve della crisi finanziaria del 2008 stanno tornando con un altro nome?*, *Job Seeker Italia*, 2019;

Forum per la Finanza Sostenibile; *Impact Investing: la finanza a supporto dell'impatto socio-ambientale*, 2017;

Forum per la Finanza Sostenibile; *Investimento sostenibile nelle aree emergenti*, 2018;

Gabanelli M., Offeddu L.; *Roma - Bruxelles: 36 miliardi di saldo negativo. Chi decide il dare e l'avere?*, *Corriere della Sera Dataroom*, 2019;

Gaby, Financa Watch, M2020; *New Pathway: Building blocks for a sustainable finance future for Europe*, 2017;

Gaby; *About us*, <http://www.gaby.org/about-us>;

Galbiati W.; *La vera storia del fallimento di Lehman Brothers*, *La Repubblica*, 2018;

Galbraith J.K.; *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin, 1954;

Goria F.; *L'abisso dei derivati vale nove volte il Pil mondiale*, *Linkiesta*, 2013;

Grabenwarten U., Liechtenstein H.; *In Search of Gamma - An Unconventional Perspective on Impact Investing*, IESE Business school, 2011;

Granata E.; *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, Federazione delle banche, delle assicurazioni e della finanza, 2012;

<https://www.ilpost.it/2015/03/07/storia-spread/>;

<https://www.ilpost.it/2018/07/22/disastro-bhopal-decontaminato/>;

<https://www.money.it>;

<https://www.qualenergia.it/articoli/nei-primi-sei-mesi-del-2019-il-mercato-dei-green-bond-fa-il-botto/>;

Inaise; *A Propos de Nous*, <http://inaise.org/info/a-propos/>;

Istat; *Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo*,
<https://www.istat.it/it/archivio/16777>;

Keating D.; *Una spiegazione della crisi economica del 2008*, Cafèbèl, 2008;

Lacitignola P., Ferri G.; *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*,
Analisi Giuridica dell'Economia, 2012;

Meggiolaro M.; *Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale*,
Il Fatto Quotidiano, 2011;

Minenna M.; *La moneta incompiuta: il futuro dell'Euro e le soluzioni per
l'Eurozona*, Ediesse, 2016;

Mishel L., Schieder J.; *CEO compensation surged in 2017*, Economic Policy
Institute, 2018;

Murgolo E.; *Il sogno iniquo: la crisi del 2008 nasce dalle disuguaglianze*, Lo
Spiegone, 2019;

Ostry J., Berg A., Charalambos G.T.; *Redistribution, Inequality, and Growth*,
IMF Staff Discussion Note, 2014;

Pimentel Vázquez D.A., Aymar I.M., Lawson M.; *Ricompensare il lavoro, non
la ricchezza*, Oxfam, 2018;

Profilio A.; *Prima la casa*, CON magazine, 2018;

Raffesein Capital Management;
[https://www.rcminternational.com/RCMIT/Page/TeaserListeFlexible/13578977
06018](https://www.rcminternational.com/RCMIT/Page/TeaserListeFlexible/1357897706018);

Rajan R.G.; *Terremoti finanziari. Come le fratture nascoste minacciano
l'economia globale*, Einaudi, 2012;

Razin F.; *La crisi finanziaria mondiale: è come la grande depressione?*, Festival dell'economia di Trento, 2009;

Roma P.; *Il pericolo di un'altra crisi finanziaria*, l'Eco di Bergamo, 2018;

Rossi F.; *Il neo liberismo e la rivoluzione degli anni Ottanta*, Starting Finance, 2018;

Samarani M.; *Vincenti e perdenti della globalizzazione: le tre fasi dell'economia globale*, Osservatorio globalizzazione, 2019;

Sefea Impact; *I nostri investimenti*, <https://sefeaimpact.it/fondo-si-nostri-investimenti/>;

Serafein G., Giudici G.; *Come preservare il capitale in modo sostenibile, nel tempo*, Banor SIM, 2018;

Sgroi M.; *La non crescita demografica delle banche americane*, Il Foglio, 2017;

Tamburini F.; *Derivati: Jp Morgan perde 2 miliardi. Obama: Riformare Wall street*, Il Fatto Quotidiano, 2012;

UBS Optimus Foundation; *Knowledge is power, The world's first Development Impact Bond in education*, 2018;

UNI Finance Global Union; *Job losses and restructuring process in the financial sector*, 2013;

Vaciago G, Lossani M., Ambrosanio F., Delli Gatti D., Verga G.; *La crisi dei mutui subprime*, Osservatorio Moneario, 2008;

Vergnano F.; *L'uomo che annunciò la madre di tutte le crisi*, il Sole24ore, 2010;

World Economic Forum; *The Global Risks Report 2017: 13th Edition*; 2018;

World Economic Forum; *The Global Risks Report 2020: 15th Edition*; 2020;