



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

Corso di Laurea Magistrale in
Scienze Economiche e Finanziarie
Curriculum Banche e Mercati

**FINANZA ETICA, UN’ANALISI DEL RAPPORTO TRA
PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIA E
RATING ETICO NEL CONTESTO ITALIANO**

**Ethical finance, an analysis of the relationship between
economic-financial performance and ethical rating in the
Italian context**

Relatore: Chiar.ma
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Alessandro Silvestrini

Anno Accademico 2023 – 2024

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 - ETICA APPLICATA ALLA FINANZA	6
1.1 LA FINANZA ETICA	6
1.1.1 I principi fondamentali.....	8
1.1.2 Iniziative a livello europeo.....	11
1.1.3 Iniziative nei Paesi emergenti.....	16
1.2 I FATTORI DI RISCHIO	19
1.2.1 Rischio fisico.....	20
1.2.2 Rischio di transizione.....	23
1.2.3 Rischio reputazionale.....	27
1.2.4 Il fenomeno del greenwashing.....	30
CAPITOLO 2 - GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA	32
2.1 L'INVESTIMENTO RESPONSABILE E SOSTENIBILE	33
2.1.1 Principi.....	33
2.1.2 Strategie di investimento.....	38
2.1.3 Evidenze a confronto.....	44
2.2 IL RUOLO DELLA MICROFINANZA	48
2.2.1 Un focus sul microcredito.....	49
2.2.2 Effetti su crescita e povertà.....	52
2.2.3 Situazione in Italia.....	55
2.3 LE BANCHE ETICHE	60
2.3.1 Origini ed evoluzione.....	60
2.3.2 Banche etiche e tradizionali a confronto.....	63
CAPITOLO 3 - I RATING ESTERNI	71
3.1 RATING TRADIZIONALE	72
3.1.1 Agenzie di rating: funzioni e caratteristiche.....	72
3.1.2 Standard & Poor's.....	75
3.1.3 Moody's.....	77

3.1.4 Fitch.....	78
3.1.5 Corrispondenze tra scale di rating.....	79
3.2 RATING ETICO	81
3.2.1 La crisi dei sistemi di rating tradizionali.....	81
3.2.2 La nascita del rating etico	83
3.2.3 Il caso di Standard Ethics.....	86
<i>CAPITOLO 4 - ANALISI EMPIRICA.....</i>	<i>90</i>
4.1 PRESENTAZIONE DELLA RICERCA	90
4.1.1 Obiettivi dello studio.....	90
4.1.2 Variabili analizzate.....	92
4.2 ANALISI QUANTITATIVA.....	95
4.2.1 Risultati	96
4.2.2 Riflessioni conclusive	117
<i>CONCLUSIONI</i>	<i>120</i>
<i>BIBLIOGRAFIA.....</i>	<i>123</i>
<i>SITOGRAFIA.....</i>	<i>130</i>

INTRODUZIONE

La sempre maggiore attenzione dell'opinione pubblica nei confronti di tematiche sociali ed ambientali ha portato un numero crescente di soggetti a considerare la finanza etica una valida alternativa a quella tradizionale. Ciò che caratterizza la finanza etica è il fatto che gli agenti economici non sono spinti ad agire con il solo scopo di ottenere il massimo profitto possibile, ma anche e soprattutto per fini solidaristici e di responsabilità sociale.

L'obiettivo del seguente elaborato è quello di evidenziare le caratteristiche, gli strumenti e lo sviluppo della finanza etica, così come le modalità attraverso le quali questa risponde alle esigenze di una nuova schiera di investitori.

Il primo capitolo della tesi si propone di illustrare il tema, mettendone in luce i principi fondamentali, gli sviluppi storici e normativi nonché i principali rischi a cui le aziende vanno incontro nel momento in cui si disinteressano dell'argomento.

Il secondo capitolo mette in luce gli strumenti attraverso i quali la finanza etica si propone di raggiungere i propri obiettivi. In particolare, si presentano le sette strategie di investimento sostenibile classificate dall'Eurosif e vengono messe in risalto le evidenze empiriche che confrontano le performance degli investimenti tradizionali rispetto a quelle degli SRI (*Sustainable and Responsible Investment*).

Oltre a ciò, si espongono le caratteristiche degli istituti di finanza etica e viene posto

un focus nei confronti della microfinanza e del ruolo che tale fenomeno svolge nella salvaguardia delle fasce più povere della popolazione.

Il terzo capitolo dell'elaborato delinea il funzionamento e i punti critici dei sistemi di rating tradizionale, per poi passare all'introduzione del rating etico, uno strumento idoneo a valutare le società in base alla loro attenzione nei confronti di aspetti come il rispetto della concorrenza, dell'ambiente, dei diritti umani e tanti altri ancora. In tal senso viene proposto il caso di Standard Ethics, un'agenzia di rating indipendente specializzata nell'emissione di rating non finanziari.

La tesi si conclude con il quarto capitolo, nel quale viene proposta un'analisi empirica nel mercato borsistico italiano, volta a studiare la presenza o meno di correlazione tra i risultati economici delle realtà analizzate e le loro performance in termini di aderenza ai principi etici.

CAPITOLO 1

ETICA APPLICATA ALLA FINANZA

1.1 LA FINANZA ETICA

L'utilizzo del termine "finanza" è generalmente legato a concetti quali rischio, profitto e rendimento, ma è ormai da diversi anni che una sempre maggiore quota di investitori si interessa anche, ed in alcuni casi principalmente, delle modalità attraverso le quali le loro risorse vengono impiegate da un punto di vista socio-ambientale. È il movimento della Finanza Etica, che vede il denaro non più come uno scopo, ma come un mezzo, uno strumento. È bene specificare che non si tratta di semplice beneficenza o filantropia, bensì un supporto a quelle imprese che, pur adottando politiche di sostenibilità finalizzate al rispetto di criteri sociali ed ambientali, mirano al conseguimento di un vantaggio competitivo duraturo che possa rappresentare un'opportunità di rendimento per l'investitore. Sebbene non esista una definizione univoca, Andrea Baranes, ex presidente della Fondazione Finanza Etica¹, afferma:

“ La finanza eticamente orientata si sviluppa per fornire una risposta ai problemi della finanza tradizionale. Considera l'accesso al credito un diritto umano e pone

¹ Fondazione Finanza Etica è La fondazione culturale costituita da Banca Etica e da Etica sgr con il compito di promuovere, diffondere e approfondire i principi, le buone pratiche e gli sviluppi della finanza etica e della nuova economia. Fonte: <https://www.bancaetica.it/>

particolare attenzione ai «non bancabili». Mette al centro del proprio operato la valutazione degli impatti ambientali, sociali e sui diritti umani, ovvero le conseguenze non-economiche delle azioni economiche. Si basa su una completa trasparenza, favorendo la partecipazione di clienti e risparmiatori alla vita delle imprese con le quali ha rapporti. Non ha come obiettivo la massimizzazione del profitto, ma l'interesse dell'insieme della società. Lavora quindi con un'ottica di lungo periodo ed esclude l'utilizzo dei paradisi fiscali, del sistema bancario ombra e di altre operazioni speculative ²”

Quello della finanza etica è un fenomeno che, nonostante la straordinaria attualità delle tematiche trattate, ha origine negli Stati Uniti tra il XVI e il XVII secolo, quando gruppi di affaristi protestanti iniziarono ad escludere dai propri affari tutte quelle attività che erano in contrasto con i loro ideali, come ad esempio il commercio di schiavi oppure la produzione di armi, tabacco ed alcolici. Da lì un susseguirsi di eventi tragici come la guerra in Vietnam e l'apartheid in Sud Africa hanno scosso la sensibilità degli investitori, portandoli a smettere di supportare società in qualche modo legate a tali avvenimenti. Successivamente, grazie ad una sempre maggiore attenzione da parte dell'opinione pubblica, il processo di sviluppo della finanza etica non si è più arrestato. Gli anni '90 hanno visto la nascita dei primi indici azionari etici come il “Domini Social Index 400”, lanciato dalla società

² Baranes A, 2012, “Finanza per indignati”, Ponte alle Grazie.

statunitense KLD (oggi denominato “Msci KLD 400 Social Index” in seguito all’acquisizione da parte di Msci), e il “Dow Jones Sustainability Index” (Djsi), introdotto nel 1999 da Dow Jones in collaborazione con la società di rating etico svizzera SAM, e che ad oggi rappresenta il più importante al mondo tra i rating etici. In Italia il movimento ha iniziato il proprio sviluppo solo alla fine degli anni ’70, contestualmente alla comparsa delle MAG (mutue di autogestione), ovvero società cooperative che raccolgono risparmi ed erogano prestiti ai loro soci, e in seguito con la nascita di Banca Etica nel 1999, che si dedica al finanziamento esclusivo di attività in linea con i principi dell’etica e della sostenibilità³. I primi indici etici, ovvero “Ftse Ecpì Italia Sri Benchmark” e “Ftse Ecpì Italia Sri Leaders”, sono stati lanciati solo nel 2010 dalla società italiana di analisi e ricerca sulla sostenibilità Ecpì, in collaborazione con gli inglesi di Ftse, e raggruppano le migliori società quotate sul listino di Borsa Italiana in termini di sostenibilità⁴.

1.1.1 I principi fondamentali

I principi su cui si basa la finanza etica sono stati delineati da Associazione Finanza Etica nel 1998 all’interno del cosiddetto “Manifesto della finanza etica⁵”. La finanza eticamente orientata *ritiene che il credito, in tutte le sue forme, sia un diritto*

³ Villano D, 2017, “Come è nata e cos’è la finanza etica”, presso <https://www.italiachecambia.org/>

⁴ Cfr. Baselli V, 2023, “Indici etici, ce n’è per tutti i gusti”, presso <https://www.morningstar.it/it/>

⁵ Cfr. Associazione Finanza Etica, 1998, “Il manifesto della finanza etica”.

umano. Non ci sono discriminazioni basate su sesso, etnia, religione e patrimonio. I progetti sono valutati col duplice criterio della vitalità economica e dell'utilità sociale, e sono ritenute altrettanto valide, al pari delle garanzie di tipo patrimoniale, quelle forme di garanzia personali che consentono l'accesso al credito anche alle fasce più deboli della popolazione. *L'efficienza è considerata una componente della responsabilità etica*: non si tratta quindi di beneficenza, ma un'attività economicamente vitale che intende essere socialmente utile. *L'arricchimento basato sul solo possesso e scambio di denaro viene ritenuto illegittimo*, di conseguenza il tasso di interesse va mantenuto il più basso possibile sulla base di valutazioni economiche, etiche e sociali. La finanza etica è *trasparente*: l'intermediario finanziario ha il dovere di trattare con riservatezza le informazioni sui risparmiatori di cui entra in possesso nel corso della sua attività, e i depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e le sue decisioni di impiego e di investimento. *Non solo i soci, ma anche i risparmiatori partecipano alle scelte importanti dell'impresa*. Le forme possono comprendere sia meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi sia meccanismi democratici di partecipazione alle decisioni. Ancora, la finanza etica *utilizza come criteri di riferimento per gli impieghi la responsabilità sociale e ambientale*, escludendo 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. Sono invece sostenuti tutti quei progetti che riguardano il welfare, le produzioni eco-compatibili, la microfinanza, il commercio equo e solidale, così come imprese sociali e attività che promuovono educazione, cultura e sport. Infine, è *richiesta un'adesione globale e coerente da parte del gestore che orienta tutta l'attività*, ma qualora l'attività di finanza etica fosse soltanto parziale è necessario spiegare in modo trasparente le ragioni della limitazione adottata. L'approccio utilizzato è differente rispetto a quello tipico della "finanza sostenibile"⁶, che adotta criteri meno stringenti per includere o escludere progetti meritevoli. Banca Etica sostiene che, mentre la finanza sostenibile cerca di non nuocere troppo all'ambiente quando ricerca il profitto, la finanza etica persegue la realizzazione di utili economici solo in funzione dell'obiettivo primario di massimizzare i benefici per le persone, le comunità ed il pianeta. La normativa Europea non impedisce agli intermediari finanziari che si definiscono sostenibili di utilizzare in modo spregiudicato strumenti speculativi, paradisi fiscali e pratiche che generano bolle economiche ed instabilità. Allo stesso modo non preclude l'appellativo di sostenibile a intermediari gestiti con sistemi di "scatole cinesi", mentre, al contrario, trasparenza e

⁶ Il Regolamento (UE) 2019/2088, entrato in vigore il 10 marzo 2021, introduce una definizione condivisa del termine "sostenibilità" per gli investimenti finanziari.

partecipazione sono valori che permeano la governance degli operatori di finanza etica. Come sostiene la Presidente di Banca Etica Anna Fasano:

“La finanza etica aspira a un concetto di giustizia sociale e inclusione che va ben oltre la proposta dell’Ue. Termini come profitto, speculazione, governance, impatto, incidenza, costruzione della cittadinanza acquisiscono un significato completamente diverso e configurano uno spazio coerente che non si limita a un’aggregazione di iniziative concrete, ma piuttosto ad una proposta completa sul modo in cui l’intermediazione finanziaria dovrebbe operare per generare giustizia sociale e bene comune⁷”.

Infatti, mentre la finanza sostenibile ricerca rendimenti solo nelle attività in cui investe, la finanza etica è aperta al dialogo con le società in cui investe in modo tale da stimolarne un miglioramento delle performance sociali ed ambientali, con l’obiettivo ultimo di realizzare una autentica trasformazione sociale⁸.

1.1.2 Iniziative a livello europeo

Abbattere le disparità di reddito all’interno dell’Unione rappresenta una delle principali sfide che l’Europa si è ritrovata ad affrontare. Le ultime rilevazioni

⁷ Banca Etica, 2023, “Cos’è la finanza etica e perché è ben più che sostenibile?”, presso <https://www.bancaetica.it/>

⁸ Cfr. Banca Etica, 2021, “Finanza Etica, molto più che sostenibile”, presso <https://www.bancaetica.it/>

Eurostat mostrano differenze significative tra gli Stati membri in termine di PIL pro-capite: nel 2022 i più alti livelli di PIL pro-capite sono stati registrati in Lussemburgo e in Irlanda (rispettivamente 161% e 134% sopra la media europea), mentre la Bulgaria ha registrato i livelli più bassi (41% sotto la media europea), subito dopo Slovacchia e Grecia⁹. Tali livelli di disuguaglianza possono avere effetti pesantemente negativi sul benessere della popolazione e sul livello di crescita economica di un Paese, e questi possono a loro volta compromettere la solidità dell'intera Unione se l'instabilità politica o sociale di uno Stato colpisce il mercato finanziario di un altro Stato membro. La politica attraverso cui l'Unione Europea mira a ridurre le disparità per raggiungere i propri obiettivi di coesione economica, sociale e territoriale si articola in programmi dalla durata di sette anni. La fase attuale copre il periodo 2021-2027 e prevede uno stanziamento complessivo di 392 miliardi di euro che passa attraverso quattro fondi¹⁰: in primo luogo il *Fondo Europeo di sviluppo regionale*, destinato a correggere i principali squilibri tra regioni dell'Unione attraverso lo sviluppo delle regioni in ritardo e alla riconversione delle regioni industriali in declino. In secondo luogo, il *Fondo sociale europeo Plus*, ovvero il principale strumento per sostenere l'occupazione e creare una società equa e inclusiva oltre a fornire le risorse necessarie alla ripresa dopo la crisi del Coronavirus. Il *Fondo di Coesione* è stato istituito per l'erogazione di

⁹ Cfr. Eurostat, 2023, "Flash PPPs and GDP estimates for 2022", presso <https://ec.europa.eu/eurostat>

¹⁰ Cfr. Camera dei deputati, "I Fondi europei per la politica di coesione 2021-2027", presso <https://temi.camera.it/leg19DIL/>

contributi finanziari a progetti in materia di ambiente e di reti transeuropee negli Stati membri con un reddito nazionale lordo pro capite inferiore al 90% della media europea (quindi non l'Italia). Infine, il *Fondo per la giusta transizione*, un nuovo strumento della politica di coesione 2021-2027 nel contesto del *Green Deal europeo*¹¹. Nel corso degli ultimi anni l'Unione Europea, e in particolar modo la Commissione, ha avviato una profonda riforma dei mercati finanziari al fine di orientare i capitali verso progetti di sviluppo sostenibile. Tra le iniziative più importanti si nomina l'*Accordo di Parigi*¹² del 2015 (entrato in vigore il 4 Novembre 2016), firmato e ratificato dall'UE e da tutti gli Stati membri con l'obiettivo, entro il 2030, di ridurre di almeno il 55% le emissioni di gas serra rispetto ai livelli del 1990, in quella che è la strada che dovrebbe portare l'UE a diventare la prima economia ad impatto climatico zero entro il 2050. Tutti i Paesi si sono impegnati sia a presentare piani d'azione nazionali globali in materia di clima (da rivedere ogni cinque anni) che a comunicare l'un l'altro e al pubblico i risultati raggiunti. Nel dicembre del 2016 la Commissione Europea istituisce l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*¹³ (HLEG), un gruppo di 20 esperti provenienti dalla società civile, dal settore finanziario, dal mondo

¹¹ Il Green Deal europeo è un insieme di iniziative politiche della Commissione Europea con l'obiettivo di raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050, fonte: https://commission.europa.eu/index_it

¹² Cfr. "Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici", presso <https://www.consilium.europa.eu/it/>

¹³ Cfr. "High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)", 2016, presso https://commission.europa.eu/index_en

accademico e dalle istituzioni europee ed internazionali, incaricato di fornire suggerimenti per lo sviluppo della finanza sostenibile. Nel 2018 il gruppo elabora una relazione contenente una serie di raccomandazioni sulla base delle quali la Commissione pubblica il *Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile*¹⁴. Il piano viene lanciato nel 2018 e viene successivamente inserito nel Green Deal dell’Unione Europea del 2019, recentemente rafforzato nel 2021 con il piano “Pronti per il 55%”, che propone una serie di politiche per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione del 2050. Gli obiettivi del piano sono tre: *i) riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva; ii) gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l’esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali; iii) promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie*¹⁵. Il 2017 ha visto la nascita dell’*High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe*¹⁶ (HLTF), il cui scopo è quello di formulare proposte e raccomandazioni utili alla promozione dell’investimento di lungo periodo nelle infrastrutture sociali. A gennaio 2018 il gruppo di esperti elabora delle raccomandazioni su possibili politiche e modalità di finanziamento in aree quali l’istruzione, la salute, la formazione, il settore abitativo e l’assistenza di lungo

¹⁴ Cfr. Banca d’Italia, 2021, “L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla Finanza sostenibile”.

¹⁵ Op. cit. Banca d’Italia, 2021, pag. 3

¹⁶ Cfr. Fransen L, del Bufalo G, Reviglio E, 2018, “Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe”, Commissione Europea

periodo, considerate prioritarie. Nel maggio 2018 la Commissione ha pubblicato il *Sustainable Finance Package*¹⁷, un primo pacchetto di proposte legislative che hanno in seguito portato all'approvazione di tre regolamenti: il *Regolamento UE n. 2019/2088*, noto come SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), che disciplina gli obblighi di divulgazione in tema di sostenibilità in capo agli operatori finanziari. Il *Regolamento UE n. 2019/2089*¹⁸, che modifica il Regolamento Benchmark del 2016 e introduce due nuovi indici di riferimento legati al cambiamento climatico. Infine, il *Regolamento UE n. 2020/852*, noto come “Regolamento Tassonomia”, ossia il framework per la classificazione delle attività economiche sostenibili (il 27 giugno 2023 tale Regolamento è stato integrato con il *Regolamento Delegato EU 2023/2486*¹⁹, che fissa i criteri tecnici per determinare a quali condizioni un'attività economica può essere definita green). Nell'Aprile del 2021 la Commissione Europea pubblica un secondo Sustainable Finance Package²⁰ che tra le altre comprende una Direttiva sul reporting sostenibile delle imprese non finanziarie (CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*²¹). La CSRD amplia notevolmente la lista di aziende coinvolte nella redazione dell'informativa

¹⁷ Cfr. Assolombarda, 2022, “Linee guida per l'applicazione della Tassonomia in azienda”

¹⁸ Cfr. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 2019, “Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio”

¹⁹ Cfr. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 2023, “Regolamento delegato (UE) 2023/2486 della Commissione”

²⁰ Cfr. Commissione Europea, 2021, “Sustainable Finance Package”

²¹ Cfr. PWC, “Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG”

di sostenibilità rispetto all'attuale NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*²²), passando, secondo le stime UE, dalle attuali 11700 a circa 49000 società (di cui 4000 solo in Italia). L'obiettivo è quello di migliorare l'informativa di sostenibilità in modo tale che la rilevanza dei risultati ESG²³ venga equiparata a quelli del tradizionale bilancio civilistico, e che venga riconosciuta la naturale connessione tra i due. Le tempistiche per l'adozione sono le seguenti: entro il 2024 La direttiva dovrebbe essere recepita dagli Stati membri e le disposizioni applicate dagli Enti di Interesse Pubblico rilevanti nello stesso anno, con reporting nel 2025. Nel 2025 con reporting nel 2026 per le grandi imprese non quotate e nel 2026 con reporting nel 2027 per le PMI quotate, per istituzioni creditizie piccole e non complesse e per le imprese assicurative "captive".

1.1.3 Iniziative nei Paesi emergenti

L'affermarsi dei processi di globalizzazione dalla fine degli anni '80 ha contribuito a sostanziali cambiamenti nella distribuzione della ricchezza a livello globale, agevolando in particolar modo i cosiddetti Paesi "emergenti" nella zona dell'Asia

²² La Direttiva NFRD chiede alle grandi aziende non finanziarie di pubblicare annualmente informazioni sul modo in cui operano e gestiscono le sfide sociali, ambientali e di governance. Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

²³ L'acronimo ESG (Environmental – Social - Governance) si utilizza in ambito economico/finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance. Fonte: <https://www.wallstreetitalia.com/trend/esg/>

(come la Cina) e dell'ex blocco sovietico. Tuttavia, tali vantaggi si sono distribuiti in modo diseguale e anche laddove vi sono stati dei miglioramenti continuano a persistere grosse disparità economiche e sociali a livello intra-nazionale. In situazioni simili le problematiche relative a variabili ESG hanno un impatto ancora maggiore: ad esempio, nei Paesi emergenti, le difficoltà di accesso ai servizi sanitari hanno un effetto più grave sul benessere degli individui rispetto a quanto accade nei Paesi ricchi, e questo perché si sommano ad altre problematiche come bassi livelli di reddito o emarginazione lavorativa e sociale. Proprio a causa delle numerose problematiche ambientali, sociali e di governance che interessano tali contesti, l'integrazione dei criteri ESG nei processi di selezione degli investimenti consente di individuare rischi non catturabili dall'analisi finanziaria tradizionale e di generare sviluppo sostenibile attraverso l'identificazione di quelle società capaci di proporre soluzioni innovative. Tra gli interventi più rilevanti in materia di investimento sostenibile si segnala quello di *Fairtrade*, un'organizzazione internazionale che offre supporto ai lavoratori e agli agricoltori più poveri nei Paesi in via di sviluppo. Negli ultimi anni Fairtrade ha deciso di accompagnare la crescita attraverso il lancio di una serie di fondi finalizzati al finanziamento di programmi di sviluppo socio-ambientale²⁴. Un altro esempio da riportare è quello di *Raiffeisen Capital Management*, uno dei leader dell'Asset Management in Austria

²⁴ Per maggiori informazioni si rimanda al sito di Fairtrade <https://www.fairtrade.it/>

con €38 miliardi di euro in gestione e una quota di mercato dei fondi d'investimento di circa il 19,2%. Raiffeisen Capital Management nasce dalle banche di credito cooperativo, dove aspetti come il rispetto dei diritti dei lavoratori e la partecipazione attiva nel campo sociale l'hanno resa sin da subito una società sostenibile. Il processo d'investimento sostenibile di Raiffeisen si fonda su diversi livelli di analisi: Il primo 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 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 fattori come le emissioni di CO₂, la riciclabilità dei materiali e il consumo d'acqua e di energia, ma anche aspetti che riguardano la dimensione sociale quali la salute, la sicurezza, l'educazione e la qualità dei prodotti, così come la partecipazione degli azionisti, le politiche di remunerazione e altri aspetti di governance. Si segnala altresì l'iniziativa in ambito Acri *Fondazioni for Africa Burkina Faso* (FFA-BF), cominciata nel gennaio 2014 e sostenuta da 28 Fondazioni di origine bancaria associate, con il fine di garantire il diritto al cibo e migliorare le condizioni di vita della popolazione rurale del Burkina Faso, uno dei paesi più poveri al mondo. A marzo 2018 FFA-BF è entrata nella sua quinta ed ultima annualità, per uno

stanziamento globale di €6,3 miliardi. Dopo la valutazione dei primi tre anni risulta che dal 2014 a inizio 2017 FFA-BF ha contribuito a migliorare le condizioni di vita di 9.500 beneficiari diretti e di circa 60.000 beneficiari indiretti. Lo sviluppo di servizi finanziari nelle zone rurali del Burkina Faso è stato fondamentale per migliorare l'inclusione finanziaria delle popolazioni contadine, ed è stato fatto attraverso l'utilizzo di fondi e sistemi di credito adatti a piccoli produttori agricoli²⁵.

1.2 I FATTORI DI RISCHIO

Una delle ragioni per cui, negli ultimi tempi, le istituzioni internazionali stanno incentivando il finanziamento di uno sviluppo sostenibile è che il disinteresse degli aspetti ambientali e sociali da parte delle aziende le espone a dei rischi significativi che possono determinare gravi conseguenze a livello economico e di immagine. La transizione ad un sistema a basse emissioni di carbonio comporta sia rischi che opportunità per tutto il sistema economico e finanziario, mentre i danni fisici causati dai cambiamenti climatici e dal degrado ambientale possono avere un impatto non trascurabile su tutti i settori dell'economia. In questo paragrafo verranno analizzati i principali rischi derivanti da fattori ESG, tra cui il rischio fisico, quello di transizione, il rischio reputazionale ed infine il fenomeno del greenwashing.

²⁵ Si veda diffusamente Forum per la Finanza Sostenibile, 2018, "Investimento sostenibile nelle aree emergenti"

1.2.1 Rischio fisico

La Banca Centrale Europea definisce il rischio fisico in questo modo:

“è l’impatto finanziario dei cambiamenti climatici, compresi eventi metereologici estremi più frequenti e mutamenti graduali del clima, nonché del degrado ambientale, ossia inquinamento atmosferico, dell’acqua e del suolo, stress idrico, perdita di biodiversità e deforestazione. Il rischio fisico è pertanto classificato come “acuto” se causato da eventi estremi quali siccità, alluvioni e tempeste, e “cronico” se provocato da mutamenti progressivi quali aumento delle temperature, innalzamento del livello del mare, stress idrico, perdita di biodiversità, cambio di destinazione dei terreni, distruzione degli habitat e scarsità di risorse. Tale rischio può determinare direttamente, ad esempio, danni materiali o un calo della produttività, oppure indirettamente eventi successivi quali l’interruzione delle catene produttive²⁶.”

Come è possibile notare dalla Tabella 1.1, Il rischio fisico è legato ai cosiddetti rischi di primo livello (credito, mercato e operativo).

²⁶ Banca Centrale Europea, 2020, “Guida sui rischi climatici e ambientali”, pag. 11

Tabella 1.1: relazione tra rischio fisico e rischi di primo livello

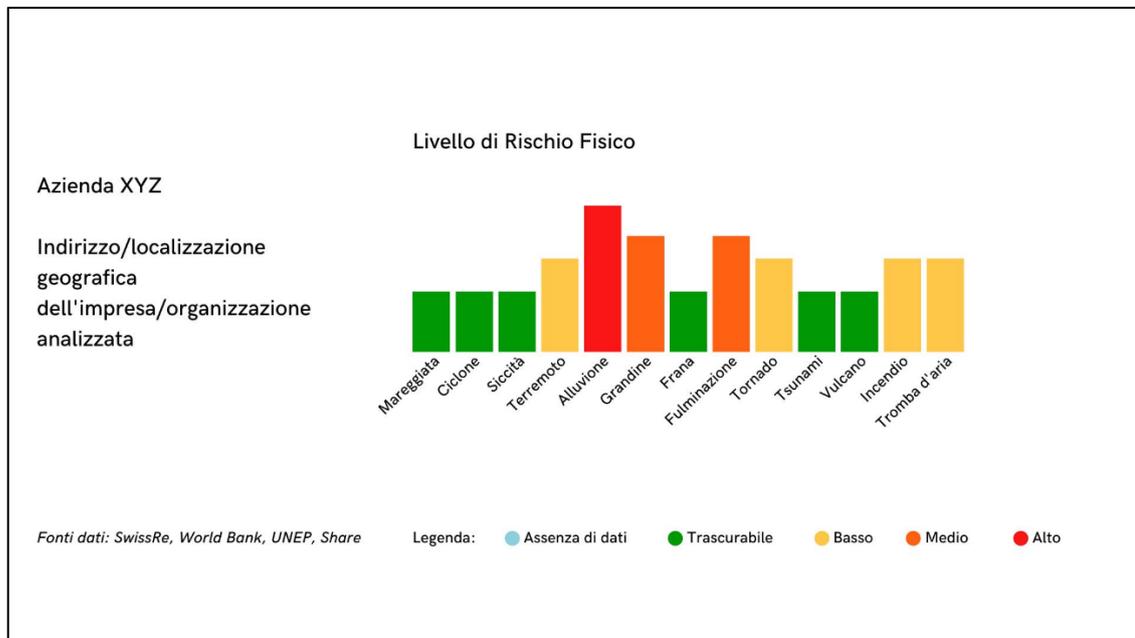
Rischi interessati	Rischio di credito	Rischio di mercato	Rischio operativo
Rischio fisico	Le stime della probabilità di default e della perdita in caso di default delle esposizioni verso settori o aree geografiche vulnerabili ai rischi fisici possono risentire, ad esempio, delle minori valutazioni delle garanzie reali nei portafogli immobiliari per effetto di un rischio di inondazioni più elevato	Gravi eventi fisici potrebbero determinare variazioni delle aspettative dei mercati e tradursi in un'improvvisa rivalutazione del rischio, maggiori volatilità e perdite per i valori delle attività in alcuni mercati	L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi meteorologici estremi

Fonte: Banca Centrale Europea, 2020, "Guida sui rischi climatici e ambientali"

I metodi per la valutazione dei rischi climatici-ambientali sono in rapida evoluzione. Modefinance²⁷, ad esempio, ha sviluppato un modello proprietario per la valutazione del rischio fisico che effettua la geolocalizzazione dell'impresa in modo autonomo e ne restituisce il rischio fisico (sottoforma di uno score) attraverso una serie di indicatori che monitorano la suscettibilità dei siti di stoccaggio e/o produzione a specifici rischi fisici (terremoti, vulcani, incendi e così via).

²⁷ Modefinance è una agenzia di rating fintech che opera in tutta Europa. Per maggiori informazioni si rimanda al sito dell'agenzia <https://www.modefinance.com/it>

Figura 1.1: Esempio di valutazione del rischio fisico di una generica azienda



Fonte: Modefinance, 2023, “Rischio climatico-ambientale: cos’è che stiamo rischiando veramente?”

L’evidenza dimostra che i settori con maggiori probabilità di subire un impatto fisico sono quello agricolo, della silvicoltura e della pesca, ma anche energia e attività estrattive, infrastrutture, trasporti, turismo e salute pubblica. Ci si aspetta inoltre che l’impatto sia diverso in base all’area geografica. L’Agenzia europea dell’ambiente rileva che in Europa gli effetti più onerosi sono costituiti dall’aumento delle ondate di calore nell’Europa meridionale, da inondazioni costiere e ondate di calore nell’Europa occidentale, da inondazioni costiere ed

esondazioni fluviali nell'Europa settentrionale e da esondazioni fluviali nell'Europa orientale.

1.2.2 Rischio di transizione

La definizione del rischio di transizione che fornisce BCE è la seguente:

“Il rischio di transizione indica la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente, direttamente o indirettamente, a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati²⁸.”

In parole povere è il rischio che riguarda la capacità dell'azienda di adattarsi al crescente mutamento della domanda di beni e servizi verso tipologie sostenibili. Così come il rischio fisico, anche il rischio di transizione è strettamente legato al rischio di credito, a quello di mercato e al rischio operativo, come riportato in Tabella 1.2.

²⁸ Op. cit. Banca Centrale Europea, 2020, pag. 11

Tabella 1.2: Relazione tra rischio di transizione e rischi di primo livello

Rischi interessati	Rischio di credito	Rischio di mercato	Rischio operativo
Rischio di transizione	Gli standard di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di una maggiore probabilità di default e della riduzione dei valori delle garanzie reali	I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo di titoli e derivati, ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili	L'evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi climatici può indurre rischi reputazionali e di responsabilità legale per la banca a causa di scandali provocati dal finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale

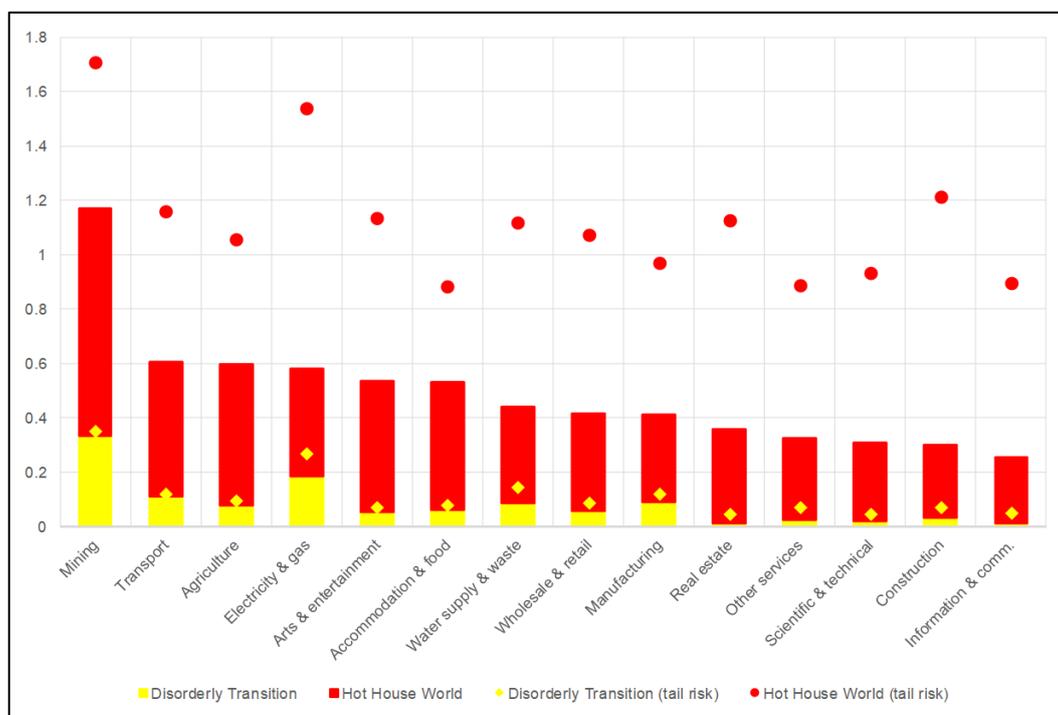
Fonte: Op. cit. Banca Centrale Europea, 2021

Fra i settori che potrebbero risentire particolarmente di una transizione verso un'economia a basse emissioni rientrano il settore agricolo, manifatturiero, quello dell'energia, dei trasporti, delle costruzioni, e in generale tutte quelle imprese che hanno difficoltà nell'implemento di fonti rinnovabili nei propri processi, oppure che mancano delle adeguate tecnologie necessarie ad uno smaltimento corretto dei rifiuti. Basti pensare a tutte quelle attività collegate direttamente o indirettamente all'estrazione, lavorazione, combustione oppure all'utilizzo di combustibili fossili, le quali potrebbero perdere valore in modo repentino e significativo a causa di bassa efficienza energetica, fino a divenire attività non recuperabili. È proprio per queste aziende che gli eventuali costi di politiche di sostenibilità potrebbero risultare

elevati, sia a livello di risorse che a livello di tempi di implementazione. In tal senso appare opportuno riportare i risultati di uno “stress test²⁹” condotto da BCE nel 2021 e che ha coinvolto 4 milioni di imprese e circa duemila banche a livello mondiale, con l’obiettivo di stimare le ricadute dei costi legati a calamità naturali e transizione energetica nei prossimi 30 anni. Gli scenari analizzati sono tre: il primo è quello di una “transizione ordinaria”, in cui le politiche green sono implementate senza ritardi, in modo efficiente e con costi limitati sia per quanto riguarda la transizione che per i danni da rischio fisico. Il secondo scenario è chiamato “transizione disordinata” ed ipotizza ritardi nelle implementazioni e costi associati elevati per quanto riguarda la transizione, ma limitati per quello che concerne i danni da rischio fisico. Infine, il terzo scenario chiamato “hot house world”, in cui le nuove politiche non vengono implementate, così che i costi relativi alla transizione sono bassi, ma quelli relativi ai danni da rischio fisico sono molto alti. L’evidenza dimostra che per le imprese ad alto uso energetico e maggiormente inquinanti il secondo e il terzo scenario porterebbero ad un significativo aumento della probabilità di default nei prossimi 30 anni, superiore a quello medio. Questo causerebbe, a cascata, problemi di instabilità finanziaria, dovuti soprattutto a quelle istituzioni particolarmente esposte verso imprese che si rivelano insolventi a causa dei cambiamenti climatici.

²⁹ Gli stress test servono a valutare le capacità di tenuta delle imprese e degli enti creditizi agli shock economici e finanziari. Fonte: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.it.html>

Figura 1.2: probabilità di default delle imprese nei due scenari avversi



Fonte: De Guindos L., 2021, “Shining a light on climate risks: the ECB’s economy-wide climate stress test”

I risultati del test mostrano chiaramente sia quanto il cambiamento climatico rappresenti una delle principali fonti di rischio sistemico, sia i vantaggi nell’agire in modo tempestivo per quanto riguarda l’attuazione di politiche green: i costi di transizione nel breve periodo sono infatti di gran lunga inferiori rispetto ai costi potenziali derivanti dai danni per disastri naturali nel medio-lungo periodo³⁰.

³⁰ Cfr. De Guindos L., 2021, “Shining a light on climate risks: the ECB’s economy-wide climate stress test.”

1.2.3 Rischio reputazionale

Banca d'Italia definisce il rischio reputazionale come:

“il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell'immagine della banca da parte di clienti, controparti, azionisti, investitori, Autorità di vigilanza³¹”

È un fenomeno che può derivare dalla diffusione di notizie e luoghi comuni negativi (corrispondenti o meno al vero) concernenti le modalità di gestione di un'impresa, che possono arrivare a compromettere pesantemente la fiducia nella sua stabilità, competitività, affidabilità e credibilità di fronte agli stakeholders, con conseguenze negative sul valore di mercato, sui rating aziendali e sulle relazioni strategiche. Il rischio reputazionale può insorgere a qualsiasi livello aziendale, a partire dal processo di business, selezione delle risorse umane, comunicazione, pubblicità, ma anche in sede di redazione dei bilanci, nell'esplicazione di attività di consulenza ai clienti, nella gestione dei rapporti internazionali, ecc.³². Le principali cause scatenanti derivano di solito da performance finanziarie non in linea con gli obiettivi dichiarati, violazione di norme di condotta e comportamenti scorretti che causano scandali mediatici, mancanza di trasparenza oppure partnership con soggetti terzi dalla dubbia moralità. Nonostante la sua natura di rischio di secondo

³¹ Banca d'Italia, 2006, “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”, Titolo III Capitolo I, pag. 21

³² Rudi Floreani, “Rischio reputazionale”, presso <https://www.theinnovationgroup.it/?lang=it>

livello, la conservazione e la tutela dell'immagine aziendale stanno assumendo un ruolo preponderante, soprattutto in un'epoca in cui la velocità e l'efficienza dei mezzi di comunicazione permette una fruizione dell'informazione sostanzialmente immediata. In tal senso uno studio condotto dal *Reputation Institute*, un osservatorio specializzato nella misurazione e gestione della reputazione aziendale, ritiene che per le aziende Business to Consumer il rating reputazionale incida con una percentuale del 67% sulla decisione finale del consumatore. Dall'analisi di tale dato si può dedurre che le caratteristiche del prodotto, un tempo ritenute il fattore distintivo fra aziende concorrenti, contribuiscono in realtà in modo residuale alla scelta d'acquisto. Per questo è fondamentale che le aziende abbiano una comunicazione il più trasparente possibile e promuovano politiche societarie inclusive, rispettose e sostenibili. Ma qual è l'opinione dei diretti interessati? Una ricerca condotta nel 2020 dall'agenzia di comunicazione Weber Shandwick, che ha coinvolto oltre 2000 dirigenti di grandi società, ha rilevato che non c'è nulla di più importante della reputazione dell'azienda. I manager di tutto il mondo attribuiscono il 63% del valore di mercato dell'azienda alla sua reputazione. Inoltre, il 71% degli intervistati ha affermato che il top management monitora la reputazione periodicamente tramite l'analisi di dati e sondaggi condotti sui vari stakeholders. Lo stesso studio dimostra che il concetto di reputazione sta entrando sempre di più nella vita del business: il 69% degli intervistati ha testimoniato che i senior executives aziendali hanno parlato di reputazione aziendale con i dipendenti almeno

una volta nei 12 mesi precedenti, mentre il 57% ne ha fatto menzione con gli investitori. Importantissimo, per di più, il fatto di comunicare mission e valori aziendali: il 79% dei soggetti coinvolti ha affermato che è importante che l'amministratore delegato comunichi i valori della società per il riconoscimento positivo dell'azienda³³. Per quanto riguarda la gestione del rischio reputazionale, questa si articola in tre fasi distinte: in primo luogo, una *fase preventiva ex-ante* che consenta di evitare o mitigare l'insorgere di una crisi di reputazione. Un sistema di gestione preventivo vincente prevede la nomina di un comitato di esperti che possa identificare i possibili rischi, valutarne l'impatto e predisporre dei piani di intervento per il management aziendale. Successivamente, una *fase di gestione ex-post*. In questa fase predisporre di un comitato di crisi che possa mettere in atto il piano di intervento in modo immediato può essere di importanza chiave. In questi casi, infatti, il fattore temporale risulta decisivo: tanto più la risposta è veloce, maggiore è la possibilità di minimizzare il danno prodotto. Per ultima, una *fase di monitoraggio* della reputazione post-crisi. I fattori da prendere maggiormente in esame sono le indagini sul quantitativo dei reclami, il ricevimento di contestazioni legali, indicatori sulla soddisfazione della clientela, indici di gradimento delle campagne marketing, analisi del sentiment sui canali di comunicazione. In questa

³³ Cfr. Inhousecommunity, 2020, "La reputation aziendale? Per i manager è il 63% del valore di mercato", presso <https://inhousecommunity.it/>

fase le misurazioni possono essere utili anche ad aggiornare i piani di emergenza per le eventuali crisi successive³⁴.

1.2.4 Il fenomeno del greenwashing

Con il termine *greenwashing* si fa riferimento a tutte quelle affermazioni, dichiarazioni, azioni o comunicazioni relative alla sostenibilità che non riflettono in modo chiaro ed equo il profilo di sostenibilità di un ente, prodotto finanziario o servizio finanziario. È una pratica che può essere fuorviante per consumatori, investitori ed altri partecipanti al mercato³⁵. Si realizza principalmente attraverso due tecniche di comunicazione: la prima è il *decoupling* (sdoppiamento), che consiste nel soddisfare solo in apparenza le richieste di adottare pratiche di gestione particolari, ma senza farlo realmente. La seconda è detta *attention deflection*, ovvero porre volutamente l'attenzione sulle pratiche dall'impatto positivo messe in atto dalla società, così da distogliere lo sguardo da quelle poco etiche e sostenibili³⁶. Una delle pratiche più utilizzate è quella dell'*offsetting*, che consiste nell'impegnarsi a compensare una certa quantità di carbonio emessa attraverso

³⁴ Per l'intero sottoparagrafo si veda diffusamente Rubeo L, Corsi S, 2020, "Rischio reputazionale, cos'è, come gestirlo", presso <https://www.riskmanagement360.it/>

³⁵ Definizione data dalle tre Autorità di vigilanza europee (EBA, EIOPA ed ESMA), disponibile presso <https://www.esma.europa.eu/>

³⁶ Marquis C, W. Toffel M, 2012, "When Do Firms Greenwash? Corporate Visibility, Civil Society Scrutiny, and Environmental Disclosure", Harvard Environmental Economics Program

l'impegno a catturarne altrettanto attraverso, ad esempio, la riforestazione. Il problema è che molto spesso la misurazione del carbonio catturato è sovrastimata oppure non certificata. Eni è incappata in un episodio simile con il "Luangwa Community Reforestation Project", nello Zambia, che avrebbe dovuto consentire di compensare 1,5 milioni di tonnellate di anidride carbonica, ma che secondo le analisi era decisamente sovrastimata rispetto alle potenzialità del progetto. Numerose sono le aziende che nel corso degli anni si sono macchiate di greenwashing, ma uno dei casi maggiormente noti è quello che riguarda l'azienda petrolifera statunitense Chevron e la sua campagna pubblicitaria "People Do". A metà degli anni '80 l'azienda commissionò una serie di spot che avrebbero dovuto convincere il pubblico del proprio impegno a favore dell'ambiente, ed ebbero un successo tale da vincere il premio pubblicitario "Effie advertising award" nel 1990, e successivamente essere utilizzati come caso di studio alla Harvard Business School. Nello stesso periodo però l'azienda violava diverse leggi federali sulle emissioni e sugli scarichi di sostanze inquinanti nelle acque americane, tanto che poi gli spot divennero famosi tra gli ambientalisti, che li definirono il gold standard del greenwashing. Per evitare che le imprese facciano del greenwashing involontario diversi Paesi hanno creato delle guide alla comunicazione relativa all'impatto ambientale. La prima a dare dei parametri ufficiali è stata l'*Agenzia di Protezione Ambientale degli Stati Uniti* nel 1992, seguita qualche anno dopo dal governo di Londra che ha pubblicato il "*Green Claims Code*". In Italia il

greenwashing è considerato pubblicità ingannevole ed è controllato dall'*Autorità garante della Concorrenza e del Mercato* (AGCM) e dall'*Autorità Garante per le Telecomunicazioni* e, in maniera generica, se ne occupa il *Codice di Autodisciplina della Comunicazione Commerciale*³⁷.

CAPITOLO 2

GLI STRUMENTI DELLA FINANZA ETICA

Dopo una approfondita analisi sui principi, le caratteristiche e i rischi che riguardano il tema della finanza etica, in questo capitolo si scende maggiormente nel dettaglio. L'attenzione è posta sull'analisi dei principali strumenti con cui opera la finanza etica, ovvero l'investimento responsabile e sostenibile (d'ora in poi SRI, dall'inglese *Sustainable and Responsible Investment*) e la microfinanza, con un focus particolare sul microcredito e sugli effetti che questo ha avuto sulle fasce di popolazione a basso reddito. Infine, viene approfondito il mondo delle istituzioni bancarie etiche mettendolo a confronto con quello finanziario tradizionale.

³⁷ Per il sottoparagrafo si vedano diffusamente:

- Panara M, 2022, "Breve storia del greenwashing", la Repubblica;
- Watson B, 2016, "The troubling evolution of corporate greenwashing", The Guardian

2.1 L'INVESTIMENTO RESPONSABILE E SOSTENIBILE

2.1.1 *Principi*

Solo nel 2016 il board di Eurosif³⁸ ha fissato in modo definitivo e condiviso a livello europeo il significato del termine SRI, che viene definito come segue:

“l’investimento sostenibile e responsabile (SRI) è un approccio di investimento orientato al lungo termine che integra i fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione di titoli all’interno di un portafoglio di investimento. Combina analisi fondamentale ed engagement con una valutazione dei fattori ESG al fine di identificare al meglio i rendimenti a lungo termine per gli investitori e avvantaggiare la società influenzando il comportamento delle aziende³⁹”.

All’interno della definizione viene ripreso il ruolo chiave ricoperto dagli investitori, i quali vengono ritenuti dei partner essenziali per raggiungere l’obiettivo di sostenibilità a livello globale. Fino a non molto tempo fa l’impatto della sostenibilità sugli investitori e sui mercati finanziari era scarsamente compreso e in gran parte trascurato, ma ormai un numero sempre maggiore di investitori istituzionali sta considerando i fattori ESG nelle proprie decisioni d’investimento e nel proprio azionariato attivo al fine di ridurre i rischi, migliorare i rendimenti e soddisfare le aspettative dei propri beneficiari e clienti. Agendo in questo modo gli

³⁸ Eurosif è un’associazione che promuove la sostenibilità attraverso i mercati finanziari. Per maggiori informazioni si rimanda al loro sito: <https://www.eurosif.org/>

³⁹ Eurosif, 2018, “European SRI Study”, pag. 12

investitori stanno anche apportando benefici tangibili all'ambiente e alla società perché influenzano direttamente le aziende, i decisori politici e altri soggetti attivi nel mercato affinché migliorino le proprie attività in queste aree. A fronte di tale cambiamento le Nazioni Unite hanno redatto, in collaborazione con un gruppo internazionale di investitori istituzionali, un documento chiamato “*Principles of Responsible Investment*” (PRI) in cui vengono delineate le linee guida fondamentali da seguire per tutti gli investitori che desiderano destreggiarsi nel mondo degli investimenti ESG. I firmatari del documento si esprimono con queste dichiarazioni:

“come investitori istituzionali abbiamo il dovere di agire rispettando gli interessi di lungo termine dei nostri beneficiari. In questo ruolo fiduciario crediamo che le tematiche ambientali, sociali e di buon governo di impresa (ESG) possano influenzare l'andamento dei portafogli d'investimento. Riconosciamo anche che l'applicazione di tali principi può allineare meglio gli obiettivi degli investitori con quelli più ampi della società⁴⁰”.

Gli stessi si impegnano a rispettare i 6 principi:

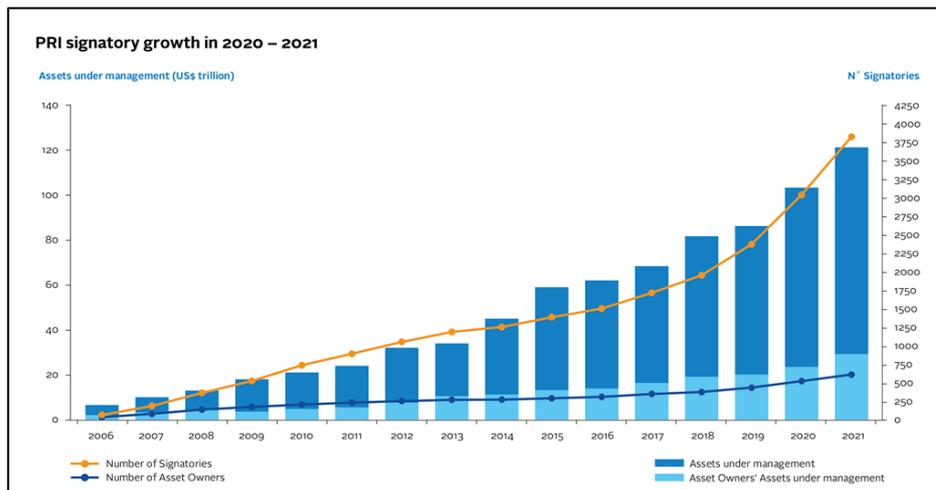
1. integrare i fattori ESG nell'analisi degli investimenti;
2. essere azionisti attivi e integrare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo;

⁴⁰ PRI, 2019, “I principi per l'investimento responsabile”, pag. 4

3. richiedere una adeguata trasparenza in tema ESG da parte degli enti nei quali investono;
4. promuovere l'accettazione e l'applicazione dei principi nel settore finanziario;
5. collaborare per migliorare la propria efficacia nell'applicazione dei principi;
6. comunicare le proprie attività e i progressi ottenuti nell'applicazione dei principi⁴¹.

Dal 2006, anno di nascita dei PRI, la tendenza è in costante crescita, come è possibile osservare in figura 2.3. Al 2021 i firmatari sono più di 3800 in oltre 60 Paesi.

Figura 2.3: Andamento numero firmatari PRI



Fonte: PRI, 2021, "Annual Report 2021"

⁴¹ Op. cit. PRI. 2019

Secondo le stime di Global Sustainable Investment Alliance⁴² (GSIA), al 2022, l'investimento sostenibile a livello globale ha raggiunto i 30,3 trilioni di dollari in Asset Under Management (AUM), come si può vedere in tabella 2.3 in maniera più dettagliata.

Tabella 2.3: Investimenti in attività sostenibili, 2016-2022 (in miliardi di dollari USA)

REGIONE	2016	2018	2020	2022
Europa	12040	14075	12017	14054
Canada	1086	1699	2423	2358
Australia e Nuova Zelanda	516	734	906	1220
Giappone	474	2180	2874	4289
Sub-Totale	14115	18688	18220	21921
% change		32%	-3%	20%
USA	8723	11995	17081	8400
Totale	22838	30683	35301	30321
% change		34%	15%	n/a

Fonte: GSIA, 2022, "Global Sustainable Investment Review"

⁴² GSIA è un'organizzazione che promuove l'investimento sostenibile tramite una serie di affiliati in tutto il mondo. Per maggiori informazioni si rimanda al loro sito: <https://www.gsi-alliance.org/>

In termini aggregati il valore è diminuito rispetto al 2020, ma questo solo a causa della situazione degli USA che nell'ultimo biennio hanno modificato la propria metodologia per il calcolo del AUM totale, escludendo quegli investitori che hanno dichiarato di praticare integrazione ESG a livello aziendale, ma senza fornire informazioni sugli specifici criteri ESG utilizzati nelle decisioni di investimento. Se la tendenza viene analizzata escludendo i dati statunitensi, si registra un incremento percentuale del 20%, con investimenti in attività sostenibili in crescita nella maggior parte del globo. Il report presenta inoltre segnali che la proporzione sta iniziando a cambiare. Stati Uniti ed Europa rappresentano ancora le regioni con le maggiori quote di investimenti in attività sostenibili rispetto al resto del mondo, con in particolare l'Europa che ha visto incrementare la propria percentuale passando dal 34% al 46% nel biennio 2020-2022 (in parte a causa della riduzione della percentuale statunitense dovuta al cambiamento di metodologia accennata sopra), ma anche il Giappone ha conosciuto un incremento dall'8% al 14%, mentre Australia e Nuova Zelanda sono passate dal 3% all'8%. Al contrario il mercato canadese e quello statunitense hanno vissuto un leggero declino, passando rispettivamente dal 7% al 4% e dal 48% al 28% durante il biennio⁴³.

⁴³ Cfr. GSIA, 2022, "Global Sustainable Investment Review"

2.1.2 Strategie di investimento

Per quello che riguarda le strategie di investimento sostenibile, si prende come riferimento la suddivisione proposta da Eurosif nel 2012, che classifica gli approcci possibili in sette categorie:

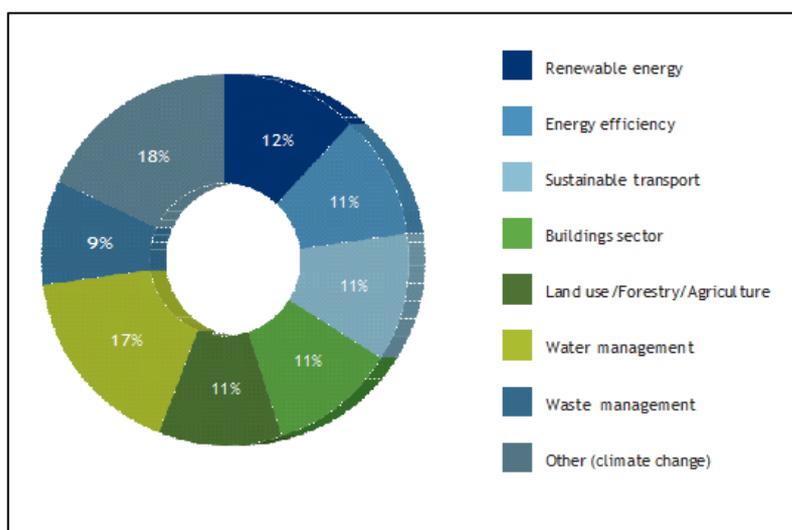
- sustainability themed
- best-in-class selection
- exclusion
- norms-based screening
- ESG integration
- engagement and voting
- impact investing

Ogni strategia non esclude l'utilizzo di un'altra, con la possibilità di implementarle contemporaneamente nelle operazioni di gestione del portafoglio, e per questo Eurosif sottolinea la difficoltà crescente nella raccolta di dati per singola strategia. Ad ogni modo si riportano di seguito i dati risalenti al più recente studio SRI di Eurosif, datato 2018.

La prima strategia analizzata è la **Sustainability themed**, che consiste nella selezione di attività specificatamente legate alla sostenibilità in fondi a uno o più temi. Viene considerata una strategia a basso rischio complessivo e volatilità modesta, sia per la ricerca di aziende competitive in settori in crescita, sia per

l'inclusione di green bond all'interno della stessa. Nei report precedenti nessuna area di sostenibilità era prevalsa sull'altra, ma nel periodo che va dal 2015 al 2017 gli investitori hanno spostato la loro attenzione soprattutto su fondi che combattono il cambiamento climatico (18%) e a tema idrico (17%), come si può vedere in figura 2.4.

Figura 2.4: Investimenti tematici sulla sostenibilità



Fonte: Op. cit. Eurosif, 2018

Il CAGR⁴⁴ di tale strategia è stato del 25% negli ultimi otto anni ed è dovuto soprattutto al crescente ruolo che il cambiamento climatico ha avuto nella politica internazionale. Da sottolineare anche il tema della scarsità d'acqua, una minaccia

⁴⁴ Il CAGR (Compounded Average Growth Rate) è il tasso annuo di crescita composto e misura la crescita percentuale media di un investimento in un certo lasso di tempo. Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

che incombe sulla vita di 1,2 miliardi di persone che vivono in zone dove vi è scarsità idrica. Il tema ha un'importanza tale che la *Banca Europea per gli Investimenti* ha individuato la gestione integrata delle risorse idriche e l'adattamento ai cambiamenti climatici come obiettivi chiave per le future operazioni di prestito, ed è la principale finanziatrice del settore idrico globale. La maggiore crescita della strategia è stata registrata in Italia, Belgio e Spagna, mentre Paesi come la Francia e i Paesi Bassi, maggiori contribuenti fino al 2015, hanno visto delle forti riduzioni.

Per quello che riguarda la seconda strategia, la **Best-in-Class**, consente agli investitori di scegliere quelle aziende che performano meglio in ambito ESG all'interno di uno specifico settore industriale. È un approccio che comprende Best-in-Class (BIC) e Best-in-Universe (BIU). Nel primo, un portafoglio BIC include aziende che soddisfano allo stesso tempo una valutazione ESG e una valutazione finanziaria. Il problema della BIU è che non permette di fare un confronto tra tutti i settori e tutte le classi di attività, a differenza di come è possibile fare con la BIC. Negli ultimi otto anni la Best-in-class ha registrato un CAGR del 20%, superando i 585 miliardi, a dimostrazione di come il tema dei fattori ESG sta riscuotendo una attenzione sempre maggiore tra gli operatori del mercato. Interessante la posizione dell'Italia, dove la BIC è cresciuta in modo esponenziale passando da 4 miliardi nel 2015 a 58 miliardi nel 2017.

La strategia **Exclusion**, già utilizzata nel XVIII secolo, è tra tutte quella più antica e una delle maggiormente utilizzate, soprattutto da investitori istituzionali. L'approccio consiste nell'esclusione di quelle aziende, settori o addirittura Paesi che non rispettano determinati criteri. Un esempio è quello di un portafoglio che non contiene attività dalla dubbia moralità come la produzione o il commercio di armi, alcolici, tabacco, gioco d'azzardo o energia nucleare. Nonostante rimanga la strategia più usata in termini di AUM con un CAGR del 23,5% negli ultimi otto anni, lo studio mostra un leggero declino nell'ultimo periodo, a dimostrazione di come gli investitori stiano lentamente perdendo interesse, probabilmente anche a causa della nascita di approcci più sofisticati.

Un altro approccio è il cosiddetto **Norm-based screening**. Gli investitori che si affida a questa strategia includono nel loro portafoglio solo attività che rispettano gli standard e le norme internazionali di riferimento. Le norme in questione possono riferirsi ai diritti umani, standard lavorativi, al rispetto ambientale o a principi anticorruzione stabilite dalle principali organizzazioni internazionali. È una strategia che può essere utilizzata singolarmente oppure in combinazione con altre, come ad esempio l'Exclusion, e proprio come quest'ultima ha registrato un declino di circa il 38% dal 2015 al 2017, nonostante un CAGR positivo del 16% negli ultimi

otto anni. Il norm-based screen più comune riguarda il Global Compact delle Nazioni Unite⁴⁵.

L'**integrazione ESG** consiste nel prendere in considerazione non solo i classici indicatori finanziari, ma anche, appunto, fattori ESG nelle scelte di composizione del portafoglio. L'acronico ESG racchiude tre dimensioni di sostenibilità: in primo luogo quella ambientale (*Environmental*), che tiene conto del rispetto dell'impresa nei confronti dell'ambiente, e quindi aspetti come l'utilizzo di energie rinnovabili, il livello di emissioni di CO2, lo smaltimento dei rifiuti, ecc; in secondo luogo, quella sociale (*Social*), che prende in considerazione questioni legate al rispetto dei diritti dei lavoratori, dei diritti umani, ma anche l'impatto dell'azienda sulla società in termini di salute e istruzione; infine la dimensione della *Governance*, che fa riferimento a tutte quelle pratiche messe in atto dal governo dell'impresa, come ad esempio la qualità della gestione, la composizione dei vari organi societari, le politiche di retribuzione dei manager, il rispetto delle leggi societarie, ecc. Il rapporto di Eurosif mostra un tasso di crescita del 123% dal 2015 al 2017 nell'utilizzo di tale strategia.

Engagement and voting (EV) è il nome della sesta strategia analizzata. EV è la seconda strategia più popolare dopo l'Exclusion, e a differenza delle altre che si

⁴⁵ Il Global Compact è un patto non vincolante delle Nazioni Unite che incentiva le imprese di tutto il mondo a adottare politiche sostenibili e responsabili. Per maggiori informazioni si rimanda al sito: <https://unglobalcompact.org/>

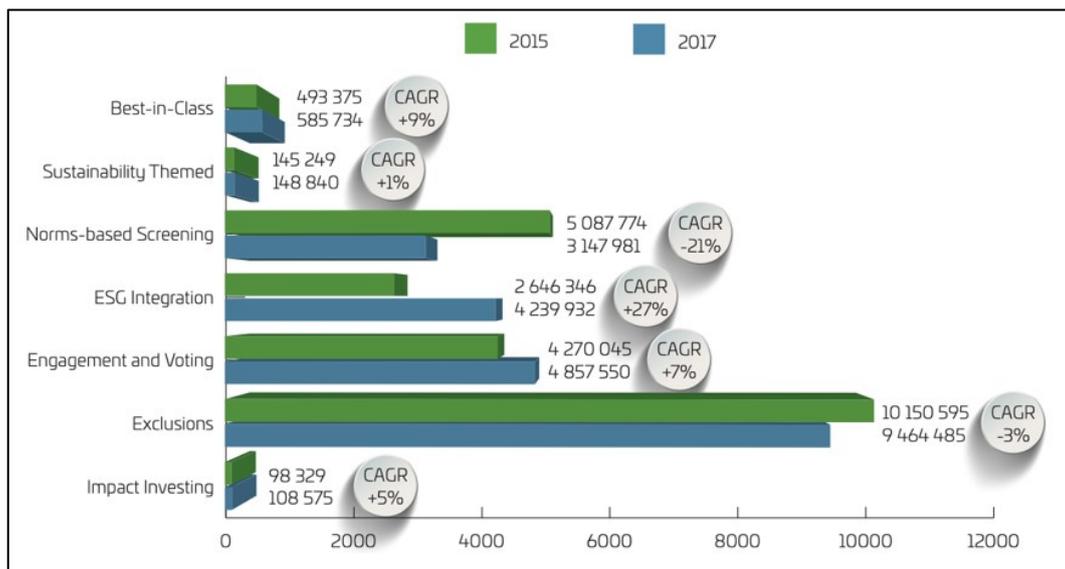
basano sul solo investimento del capitale, questa si basa su una gestione attiva all'interno della società attraverso il dialogo con il management e l'esercizio del diritto di voto in assemblea. È un tipo di approccio che funziona nel momento in cui c'è fiducia tra le parti coinvolte, e quindi quando il management si apre alla collaborazione diretta con l'investitore. Il CAGR dell'approccio EV è stato del 14% negli ultimi otto anni, con un AUM totale al termine del 2017 di 4,8 trilioni di dollari. Il Regno Unito risulta essere di gran lunga il player più significativo, con un AUM di 2,8 trilioni e una crescita dell'11% nel biennio 2015-2017, subito seguita dalla Svezia e dai Paesi Bassi.

L'ultima strategia analizzata è l'**Impact investing**, una politica di investimenti che tiene conto sia del ritorno economico che dell'impatto positivo sulla società e sull'ambiente. Nonostante sia l'ultima strategia nata a livello temporale, è anche quella che sta riscontrando il successo maggiore. Il CAGR è infatti del 52% negli ultimi sei anni, con una crescita del 10% tra il 2015 e il 2017. I Paesi che hanno registrato una maggiore crescita nell'utilizzo di tale approccio sono l'Italia, il Regno Unito e la Svizzera.

Dalla figura 2.5 notiamo che, nel periodo di analisi, la strategia che ha riscontrato la crescita maggiore è l'integrazione ESG, con un CAGR del 27%, mentre l'engagement and voting, in maniera simile, ha avuto una crescita del 7%

raggiungendo una cifra di quasi 5 trilioni. Diversamente, la norm-based screening ha subito una decrescita molto accentuata del 21%⁴⁶.

Figura 2.5: Strategie SRI in Europa, 2015-2017



Fonte: Op. cit. Eurosif, 2018

2.1.3 Evidenze a confronto

La letteratura non ha una visione unanime circa le differenze di performance economico-finanziarie tra gli SRI e gli investimenti tradizionali. In generale, l'evidenza empirica è giunta a tre ipotesi contrastanti:

⁴⁶ Per l'intero sottoparagrafo si veda diffusamente Eurosif, 2018, "European SRI Study"

1. Il rendimento degli SRI non si discosta dagli investimenti tradizionali;
2. Il rendimento degli SRI è maggiore rispetto agli investimenti tradizionali;
3. Il rendimento degli SRI è minore rispetto agli investimenti tradizionali⁴⁷.

Molti degli studi che si concentrano sull'analisi delle performance dei fondi comuni di investimento socialmente responsabili (i quali rappresentano una quota significativa del totale degli SRI) arrivano alla conclusione che non vi è una differenza di performance degna di nota rispetto ai fondi tradizionali. A titolo di esempio, una ricerca condotta da Bauer et al. nel 2005 su 103 fondi comuni etici in Germania, Regno Unito e USA rileva che non ci sono differenze di rendimento aggiustato per il rischio tra fondi etici e fondi tradizionali nel periodo 1990-2001. Anzi, sembra che nel breve periodo i fondi etici vivano una fase di “catching up” per raggiungere nel lungo termine i medesimi risultati di quelli convenzionali⁴⁸. Anche gli autori Renneboog, Horst e Zang (2007) sono giunti alle medesime conclusioni. Analizzando il rendimento aggiustato per il rischio di fondi etici in USA e nel Regno Unito, sembra che questo non sia molto diverso rispetto a quello dei fondi tradizionali, mentre in Europa ed in Asia l'evidenza dimostra una performance perfino inferiore⁴⁹. A risultati simili giungono altri studi come

⁴⁷ Classificazione proposta da: Statman M, 2007, “Socially responsible investments”

⁴⁸ Cfr. Bauer R, Koedijk K, Otten R, 2005, “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style”, *Journal of Banking & Finance*

⁴⁹ Cfr. Renneboog L, Horst J, Zhang Ch, 2007, “Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance”, ECGI - Finance Working Paper No. 175/2007

Hamilton et al. (1993), Statman (2000), Kreander et al. (2005), ma anche alcuni più recenti come Ravelli e Viviani (2015), Hartzmark e Sussman (2019) e Hornuf e Yüksel (2023). Quest'ultimo studio, in particolare, conduce una meta-analisi che include 153 studi precedenti e 1047 osservazioni di performance SRI, e dichiara che in media non vi sono né over-performance né under-performance⁵⁰. Allo stesso tempo è possibile citare lavori che dimostrano una performance migliore dei fondi socialmente responsabili, soprattutto durante le recessioni economiche, come Nofsinger e Varma (2014), Henke (2016) e Pàstor et al. (2019). Sembra che questi extra rendimenti siano direttamente legati alla mitigazione dei rischi ESG ottenuta escludendo quegli emittenti di obbligazioni societarie con scarse attività di responsabilità sociale d'impresa. Una analisi condotta dagli autori Orlitzky, Schmidt e Rynes datata 2003 rileva inoltre che le aziende con condotta sostenibile e responsabile potrebbero ottenere profitti maggiori nel lungo termine, individuando una relazione positiva tra indicatori ESG e indicatori finanziari⁵¹. Minore risulta essere la letteratura a favore di una relazione negativa. Renneboog, Horst e Zhang, in una ricerca del 2008, giungono a dei risultati contrastanti rispetto al loro studio dell'anno precedente, individuando una performance inferiore dei fondi etici in USA, Regno Unito, Asia ed Europa rispetto ai benchmark nazionali

⁵⁰ Cfr. Hornuf L, Yüksel G, 2023, "The performance of socially responsible investments: A meta-analysis", CESifo Working Paper No. 9724

⁵¹ Cfr. Orlitzky M, Schmidt F, Rynes S, 2003, "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis", Sage Journals

di riferimento⁵². Anche Tippet (2001), analizzando i tre principali fondi di investimento pubblici etici in Australia, ha riscontrato dei risultati inferiori rispetto al mercato nel periodo 1991-1998⁵³. Un possibile aspetto negativo che riguarda i fondi etici è quello di presentare un rischio maggiore rispetto a quelli tradizionali, dovuto ad una minore diversificazione. La “modern portfolio theory” di Markowitz suggerisce infatti che gli investitori che desiderano massimizzare il rendimento aggiustato per il rischio dovrebbero selezionare le attività dall’universo più grande possibile⁵⁴, che quindi dovrebbe includere anche le attività che registrano basse performance ESG.

Nonostante l’ambiguità della letteratura scientifica a riguardo, l’investimento sostenibile e responsabile è un fenomeno che cresce di anno in anno, a dimostrazione di come gli investitori sono sempre più interessati ad investire con l’obiettivo di creare un impatto positivo nella società in cui vivono. Questo, nel lungo termine, non potrà che avere un ritorno positivo.

⁵² Cfr. Renneboog L, Horst J, Zhang C, 2008, “The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds”, *Journal of Corporate Finance*

⁵³ Cfr. Tippet J, (2001), “Performance of Australia's Ethical Funds”, *Australian Economic Review*

⁵⁴ Cfr. Markowitz H, (1952), “Portfolio selection”, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pag. 77-91

2.2 IL RUOLO DELLA MICROFINANZA

Con il termine “microfinanza” si fa riferimento a:

“l’insieme dei servizi e degli strumenti finanziari (credito, risparmio, assicurazione, leasing) specificatamente pensati per le persone cosiddette non-bancabili, escluse cioè dall’offerta finanziaria tradizionale a causa della loro condizione socio-economica⁵⁵.”

Nel corso degli anni la microfinanza è diventata uno dei principali mezzi di inclusione finanziaria e sociale. Nel 2022, il valore del mercato globale della microfinanza era di circa 200 miliardi di dollari, e si stima che supererà i 500 miliardi entro il 2030, con un CAGR del 12,3%⁵⁶. Le istituzioni che si occupano di microfinanza (IMF) si dividono in banche, sia commerciali che specializzate nei micro-prestiti, organizzazioni non profit e società cooperative, con la maggior parte delle IMF concentrate nelle zone dell’Asia e dell’Africa sub-sahariana . I principali servizi offerti comprendono:

- il microcredito;
- la micro-assicurazione;
- il micro-leasing;

⁵⁵ Forum per la finanza sostenibile, 2017, “Impact Investing: la finanza a supporto dell’impatto socio-ambientale”, pag. 78

⁵⁶ Cfr. Research and Markets, 2023, “Global Microfinance Strategic Market Report 2023-2030: How Microfinance Can Live Up to Expectations & Unlock a Promising Narrative?”, presso <https://www.researchandmarkets.com/>

- l'housing microfinance.

In particolare, nei prossimi paragrafi si analizzano le caratteristiche e l'impatto di quello che viene considerato il principale strumento finanziario a sostegno dei più svantaggiati, ovvero il microcredito.

2.2.1 Un focus sul microcredito

Lo strumento del *microcredito* permette di offrire prestiti di lieve entità ad individui poveri o a basso reddito che intendono aprire piccole attività imprenditoriali, e nasce con l'obiettivo di superare quelle che sono le difficoltà tipiche del contratto di credito tradizionale. Il contratto di credito prevede uno scambio intertemporale in cui il creditore (ad esempio una banca) si accolla il rischio di insolvenza da parte del debitore, la cui capacità di rimborso è incerta. Se il creditore è in grado di valutare correttamente il rischio dei debitori, allora può coprirsi richiedendo tassi di interesse più elevati ai soggetti più rischiosi, ma spesso la presenza di asimmetrie informative (soprattutto nei Paesi in via di sviluppo) non permette di carpire tutte le caratteristiche intrinseche del cliente, e anche qualora queste fossero accessibili, i costi per ottenerle potrebbero essere tanto elevati da disincentivare l'istituto di credito a concedere prestiti. I problemi del contratto di credito possono essere divisi in due tipologie:

1. problemi di *selezione avversa*;

2. problemi di *azzardo morale* (ex-ante ed ex-post).

In primo luogo, la *selezione avversa* è una situazione che nasce quando gli unici soggetti disposti ad accettare le condizioni del creditore sono quelli più rischiosi. Accade quando l'asimmetria informativa spinge i costi del credito tanto in alto che gli eventuali debitori di qualità preferiscono uscire dal mercato. In secondo luogo, con il termine *azzardo morale* si fa riferimento a problematiche che potrebbe nascere solo in seguito alla stipula del contratto. In particolare, l'azzardo morale ex-ante riguarda il rischio che il creditore non faccia tutto ciò che è nelle sue facoltà per assicurarsi che l'investimento sia profittevole, a differenza di come farebbe se il denaro fosse suo. L'azzardo morale ex-post invece nasce quando il creditore non è in grado di controllare i reali profitti ottenuti dal creditore. In tal caso, il rischio è che il debitore, una volta ottenuto il rendimento dell'investimento, dichiari il default in modo da evitare il rimborso del prestito. Spesso l'assenza di istituti di credito nelle economie a basso reddito è correlata a questi problemi, amplificati dal fatto che i clienti non sono in grado di offrire garanzie adeguate.

Un esempio di microcredito è il “contratto di prestito di gruppo”, o group lending, che permette di assicurarsi i rimborsi senza richiedere particolari garanzie. È caratterizzato dall'aggregazione in gruppi di individui a basso reddito e privi di garanzie con lo scopo di ottenere prestiti di moderata entità. I prestiti vengono concessi individualmente ai membri, ma tutti affrontano le conseguenze del

mancato ripagamento da parte di uno dei componenti del gruppo. Si parla in questo caso di responsabilità solidale o di gruppo. I rimborsi avvengono normalmente durante incontri pubblici, così da assicurare la massima trasparenza ed incrementare la pressione sociale in capo ai membri. Il group lending riesce in parte a superare le difficoltà tipiche del contratto di credito convenzionale viste in precedenza. Il problema della *selezione avversa* viene attenuato sia in modo diretto che indiretto. Il meccanismo diretto si basa sul fatto che i clienti informino la banca circa l'affidabilità dei membri del gruppo, permettendo a questa di aggiustare i termini dell'accordo. Diversamente, il meccanismo indiretto fa sì che i potenziali clienti utilizzino le proprie informazioni per ricercare i partner migliori. I clienti meno rischiosi si uniscono così tra di loro, e d'altra parte quelli più rischiosi saranno obbligati a fare lo stesso. In questo modo il rischio si trasferisce verso i gruppi a rischio maggiore, mentre quelli più sicuri potranno pagare tassi minori senza dover uscire dal mercato. Tra l'altro il meccanismo funziona anche se la banca non conosce l'affidabilità creditizia dei soggetti ed applica a tutti lo stesso tasso. Infatti, i clienti sicuri non dovranno più sopportare l'eventuale default dei loro pari, e pagheranno implicitamente un tasso più basso. I problemi di *azzardo morale* vengono invece risolti proprio grazie al concetto della responsabilità solidale: la consapevolezza che il default di un membro preclude l'estensione del credito agli altri incentiva i mutuatari a monitorarsi l'un l'altro e ad applicare sanzioni (sia economiche che sociali) nei confronti di quei membri che non si impegnano

abbastanza o che omettono i propri ricavi. Non è raro, inoltre, che gli istituti di microfinanza leghino i contratti di microcredito a programmi di alfabetizzazione finanziaria con lo scopo di migliorare le abilità imprenditoriali e di gestione dei flussi di cassa dei beneficiari. L'obiettivo principale è quello di avere accesso alle risorse dei clienti prima che queste possano essere spese o dissipate. Anche il contratto di prestito di gruppo presenta dei limiti e delle difficoltà: in primo luogo, l'applicazione di sanzioni sociali può essere difficoltosa da applicare per le banche. Anche il monitoraggio e gli incontri di gruppo possono risultare costosi, soprattutto in aree con basso grado di urbanizzazione. Un ulteriore problema è dato dal fatto che soggetti particolarmente avversi al rischio potrebbero non volersi accollare il rischio di insolvenza di uno dei loro pari, preferendo il prestito individuale⁵⁷.

2.2.2 Effetti su crescita e povertà

Negli anni, diversi studi hanno focalizzato la loro attenzione sull'impatto che ha avuto la microfinanza sul benessere delle popolazioni svantaggiate. Dato che in molti Paesi in via di sviluppo i livelli di salute ed istruzione sono aumentati anche in assenza di istituzioni di microfinanza, l'obiettivo di tali ricerche è quello di capire come la microfinanza può fare la differenza, indipendentemente dalle tendenze

⁵⁷ Si veda diffusamente Armendàriz B, Morduch J, 2010, "The economics of microfinance (2nd edition)", The MIT Press

positive. Misurare l'impatto diretto sul mutuuario medio non è un lavoro semplice, data la possibile presenza di bias come l'auto-selezione e la causalità inversa: se c'è *auto-selezione*, gli individui che hanno avuto accesso al microcredito avrebbero forse performato ugualmente oppure meglio anche in assenza di prestiti; se c'è un meccanismo di *causalità inversa*, significa che non è il prestito ad aver aumentato la produttività e la ricchezza della famiglia, ma che semplicemente sono le famiglie più ricche ad ottenere i prestiti perché hanno un accesso più semplice al credito. Uno degli approcci più utilizzati per valutare gli effetti di un fenomeno è l'utilizzo di studi controllati randomizzati (RCTs, dall'inglese *Randomized Control Trials*), che permettono di predire in modo più o meno accurato cosa sarebbe accaduto in caso di assenza del suddetto strumento. Il funzionamento è il seguente: applicando un algoritmo randomico su una lista di persone, si selezionano due gruppi dalla popolazione, uno a cui viene offerto il servizio di microcredito e l'altro a cui invece questo accesso viene negato. La teoria statistica ci dice che la differenza tra i redditi medi dei due gruppi è una stima accurata dell'impatto medio del microcredito. Un approccio di questo tipo è stato utilizzato in uno studio condotto nel 2005 nei quartieri poveri di Hyderabad, in India. Ad una metà dei quartieri è stato dato accesso al microcredito, mentre all'altra metà no. 15-18 mesi dopo l'introduzione del servizio è stato condotto un sondaggio su 6850 famiglie, e lo stesso è stato riproposto dopo due anni. I risultati sono stati alquanto deludenti: i tassi di acquisizione sono stati piuttosto bassi e la domanda di microprestiti è risultata

lontana dall'essere universale; molte famiglie preferiscono prendere a prestito da amici, parenti o usurai per avere maggiore flessibilità, oppure propongono progetti dal rendimento inferiore rispetto al tasso nominale del prestito; alcune famiglie hanno utilizzato i prestiti per espandere o aprire piccole attività, ma questo ha permesso raramente di uscire dalla condizione di povertà; il consumo medio mensile non è aumentato né nel breve periodo né nel lungo periodo, e non vi è stato alcun effetto significativo su reddito, istruzione, salute ed emancipazione femminile. In questi casi il principale errore commesso dai sostenitori della microfinanza è quello di sovrastimare il potenziale dei business degli individui poveri sia come fonte di reddito, che come strumento di empowerment per i proprietari di sesso femminile. La verità è che queste attività hanno spesso una gestione media degli affari molto ristretta, poco profittevole e difficile da espandere con le scarse competenze imprenditoriali dei loro proprietari. Nonostante ciò, il microcredito può aiutare ad espandere la capacità di scelta delle famiglie nel fare scelte intertemporali diverse, comprese scelte di investimento. Un altro studio condotto tra il 2003 e il 2012 in Bosnia, Etiopia, India, Messico, Marocco e Mongolia ha prodotto risultati molto simili, con l'unica differenza che sono stati rilevati degli incrementi significativi sulle dimensioni delle attività e sui profitti. È importante sottolineare come sia estremamente difficile discutere l'impatto della microfinanza a livello generale, dato che il risultato finale è fortemente influenzato dal contesto istituzionale di riferimento, dal profilo del fornitore del servizio oltre

che da quello del cliente e dalla sua capacità individuale di saper utilizzare le risorse a disposizione. In definitiva, la microfinanza e in particolare il microcredito non devono essere visti come strumenti miracolosi, ma come un mezzo utile a combattere la povertà in quei luoghi dove l'accesso al credito e i risparmi sono limitati, e che può risultare efficace se utilizzato nel giusto contesto⁵⁸.

2.2.3 *Situazione in Italia*

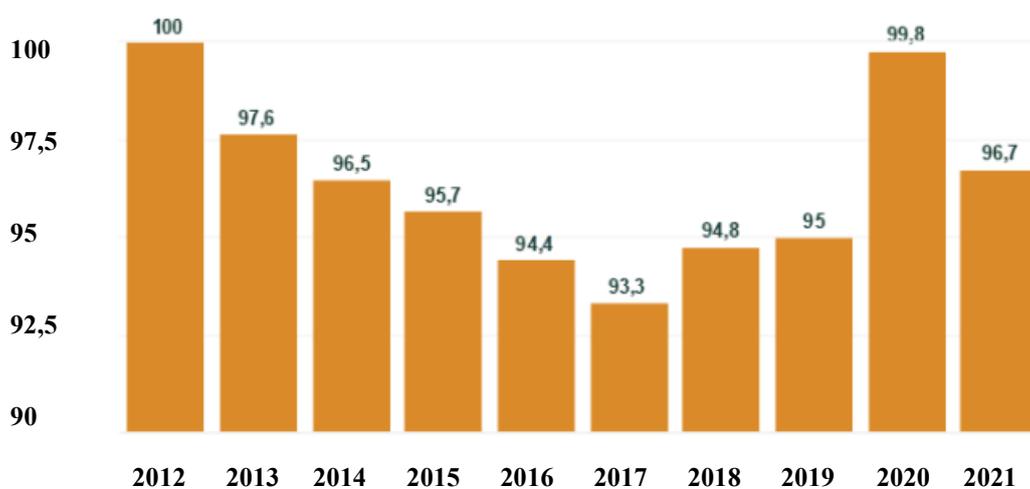
Prima di analizzare il livello di microfinanza sul territorio nazionale è necessario delineare il contesto di inclusione finanziaria all'interno del quale le istituzioni operano. In Italia, secondo i dati di Banca d'Italia datati 2020, le famiglie che non possiedono né un conto corrente o di deposito bancario né un conto postale ammontano al 4,4% del totale, per un complessivo stimato di 1,1 milioni di nuclei famigliari e 2,3 milioni di individui. Più della metà delle famiglie finanziariamente escluse risiede al Sud (56%) e oltre il 22% nelle Isole. A subire tale esclusione sono soprattutto le famiglie a basso reddito: risulta che il 72% dei nuclei famigliari con reddito inferiore a 16 mila euro non dispone di un conto. A peggiorare ulteriormente la situazione vi è inoltre la progressiva riduzione della presenza di banche fisiche

⁵⁸ Per il sottoparagrafo si vedano diffusamente:

- Banerjee A, Duflo E, Glennerster R, Kinnan C, 2015, "The Miracle of Microfinance? Evidence from a Randomized Evaluation", *American Economic Journal: Applied Economics*
- Banerjee A, Karlan D, Zinman J, 2015, "Six Randomized Evaluations of Microcredit: Introduction and Further Steps", *American Economic Journal: Applied Economics*

sui territori nazionali, la cosiddetta “desertificazione bancaria”. Al 2021, in base ai dati della Federazione Bancaria Europea (FBE), il numero medio di filiali per 100 mila abitanti risultava del 37% inferiore rispetto al 2008. Ciò comporta un sempre maggior numero di individui privati dall’accesso agli sportelli bancari e un allargamento del divario non solo tra le aree del Paese ma anche tra territori delle stesse aree, che il fenomeno crescente dell’internet banking riesce solo in parte a colmare.

Figura 2.6: Indice di inclusione finanziaria in Italia (100=Italia nel 2012)



Fonte: Fondazione finanza etica, 2022, “Inclusione Finanziaria e Microcredito”

In seguito al miglioramento del 2020 dell'indice di inclusione finanziaria⁵⁹ rispetto alla tendenza negativa degli anni precedenti, il 2021 ha registrato una discesa di 3 punti percentuali, a dimostrazione di come gli interventi a sostegno dell'economia nel periodo pandemico hanno consentito solo in parte di invertire la tendenza. Rispetto ai principali partner europei (Spagna, Francia e Germania), la Germania presenta un andamento dell'indice molto simile, essendo un Paese fortemente bancocentrico. La Spagna, che partiva da una situazione ben peggiore nel 2012, ha visto una forte risalita dell'indice fino al 2016, per poi avere un nuovo declino che l'ha portata al di sotto degli altri Paesi. Nel periodo analizzato, il partner dal contesto di inclusione finanziaria migliore risulta essere la Francia, nonostante un forte calo nel periodo recente.

Per ciò che riguarda il microcredito in Italia, il 2022 ha visto la realizzazione di 130 programmi, con prestiti concessi a 15.679 beneficiari per un ammontare totale di circa 214 milioni di euro. I principali soggetti finanziatori sono stati enti pubblici (amministrazioni centrali dello Stato, Regioni, università), istituti di credito e soggetti privati (MAG, associazioni, fondazioni non bancarie).

⁵⁹ L'indice di inclusione finanziaria è calcolato da Banca Etica sulla base di due indici territoriali: un indice di intensità creditizia e un indice di condizioni di offerta del credito.

Figura 2.7: Numero di prestiti per classe dimensionale



Fonte: Op. cit. Fondazione finanza etica, 2022

I prestiti fino a 25.000 euro rappresentano la quota maggioritaria: sommando le prime 3 classi dimensionali si ottiene il 46,7%. Solo il 6% riguarda programmi che offrono prestiti di importo superiore ai 75.000 euro. Questi dati possono essere disaggregati considerando gli obiettivi dei promotori delle iniziative. Dei 214 milioni complessivi, 115 milioni sono destinati al microcredito produttivo (in calo rispetto al 2021) e 59 milioni al microcredito per gli studenti (in forte crescita rispetto al 2021), mentre i restanti per microcredito sociale e antiusura. Da un punto di vista di microcredito alle imprese, il volume dei prestiti alle imprese esistenti è pari a 52,8 milioni di euro (in crescita rispetto ai 43 milioni del 2021), mentre quello verso le startup o il lavoro autonomo è di circa 17 milioni, in calo rispetto ai 18,6

milioni del 2021. Nel quadro dei prestiti alle famiglie si riporta un volume pari a 16,7 milioni di euro, in discesa rispetto ai 21,7 milioni dell'anno precedente.

In ottica futura i punti su cui porre maggiore focus sono quattro: in primo luogo *ridurre il divario territoriale*. Paradossalmente, l'offerta di microcredito rivela una presenza maggiore nelle regioni settentrionali e centrali rispetto a quelle meridionali, laddove l'esclusione finanziaria colpisce più duramente e occorrerebbe sostenere l'offerta finanziaria inclusiva. Per fare ciò occorre dapprima un maggior coinvolgimento degli enti pubblici che non si limitino a misure sporadiche, successivamente è necessario mettere in moto meccanismi che stimolino investimenti volti alla costruzione e al consolidamento di una densa ed efficace infrastruttura territoriale di servizio, sia fisica che digitale, che possa intercettare la domanda insoddisfatta di servizi finanziari. Il secondo obiettivo riguarda il *target di riferimento*. Risulta ancora troppo debole l'offerta rivolta al pubblico femminile (solo il 40% dei finanziamenti è diretto a donne) e a quello straniero (solo il 2%). Il terzo obiettivo è quello di affrontare il problema del crescente *sovraindebitamento* di imprese e famiglie. Per farlo è necessario mettere in atto azioni di prevenzione, come migliorare l'educazione finanziaria ed incrementare le strutture sul territorio che possano riconoscere il problema e indirizzare le persone verso i servizi di assistenza più adatti. Infine, occorre *migliorare il rapporto tra gli istituti bancari e gli operatori di microcredito*. Per troppo tempo il sistema bancario ha visto il microcredito come uno strumento di marketing volto a migliorare il rapporto con la

clientela e con l'opinione pubblica. Decidere invece di stabilire un rapporto stabile e funzionale, fatto di linee di finanziamento migliori sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo, rappresenterebbe un vero e proprio cambio di paradigma⁶⁰.

2.3 LE BANCHE ETICHE

2.3.1 Origini ed evoluzione

Le radici della microfinanza possono essere individuate in molti luoghi e in epoche differenti, ma l'esperienza più conosciuta e studiata è quella di Muhammad Yunus presso la Grameen Bank in Bangladesh.

In seguito all'indipendenza dal Pakistan raggiunta nel 1971 e dopo due anni di inondazioni, il Bangladesh si ritrovò ad affrontare una terribile carestia. Tali eventi portarono, nel 1974, oltre l'80% della popolazione a vivere in condizioni di povertà assoluta. Nello stesso anno, Yunus decise di portare la sua classe a visitare un villaggio molto povero nelle vicinanze dell'università in cui insegnava, e si rese conto che il motivo principale che portava gli abitanti a vivere in tali condizioni non era la loro inaffidabilità creditizia, bensì la mancanza totale di accesso al credito. L'estrema riluttanza delle istituzioni bancarie tradizionali a concedere prestiti alle popolazioni povere portava queste ultime ad affidarsi ad usurai locali per finanziare

⁶⁰ Per il sottoparagrafo si veda diffusamente Fondazione finanza etica, 2022, "Inclusione Finanziaria e Microcredito"

le proprie attività. La combinazione di tassi alti sui prestiti e accordi svantaggiosi costringeva la maggioranza della popolazione a vivere con meno di due dollari al giorno.

“le persone non erano povere perché erano stupide o pigre. Lavoravano tutto il giorno e facevano compiti fisici complessi. Erano poveri perché le strutture finanziarie che potevano aiutarli ad ampliare la loro base economica semplicemente non esistevano nel loro Paese. Era un problema strutturale, non un problema personale⁶¹.”

Così, nel 1983, Yunus fonda ufficialmente la Grameen Bank (GB), il cui scopo ultimo è quello di prestare ai poveri (soprattutto donne) attraverso i contratti di prestito di gruppo, che permettevano un altissimo tasso di recupero dei prestiti (97,2%) senza nemmeno la necessità di richiedere garanzie. La GB ebbe un successo straordinario e dimostrò da una parte l'importanza del microcredito come strumento per combattere la povertà, dall'altra il fatto che le istituzioni di microfinanza non subiscono necessariamente perdite a causa del basso merito creditizio dei beneficiari. Dalla nascita della GB, istituzioni di microfinanza sono apparse in tutti i continenti fino ad arrivare negli USA e in Europa.

⁶¹ Yunus M, 2003, “Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty”, Public Affairs, pag. 9

Anche in Italia, a partire dagli anni '90, operano delle banche etiche, ma ad oggi l'unica istituzione presente capace di rispettare i criteri previsti dall'articolo 111bis⁶² del Testo Unico Bancario (TUB) è Banca Popolare Etica.

Banca Popolare Etica (BPE) nasce a Padova nel 1998 come società cooperativa per azioni ed inizia la propria operatività l'8 marzo 1999 in seguito all'autorizzazione di Banca d'Italia. Nel 2003 nasce il Gruppo Banca Popolare Etica, con BPE come capogruppo ed Etica Sgr, una società di gestione del risparmio nata tre anni prima, come controllata. Oggi BPE opera attraverso 21 filiali sparse in Italia e Spagna, con l'obiettivo di mettere la finanza al servizio delle persone per la costituzione di una società giusta e inclusiva. Ispirandosi ai principi della finanza etica, orienta i flussi finanziari verso l'economia ad impatto positivo con il fine di combattere l'esclusione, la povertà, la disoccupazione, cercando di tutelare l'ambiente e favorire una più equa distribuzione della ricchezza e delle risorse. Esclude inoltre dai propri finanziamenti armi, fonti fossili, allevamenti intensivi, gioco d'azzardo e tutte le attività ritenute nocive per le persone e il pianeta. Si riportano di seguito alcuni numeri tratti dal Report di Impatto del 2023 di BPE: al 2022, l'attivo patrimoniale ammonta a circa 2,76 miliardi di euro, con il 45% di questo destinato ad attività "ad impatto", ovvero che producono cambiamenti positivi per l'ambiente, le persone e la comunità. Il 94% dei crediti erogati nell'anno sono ad

⁶² L'articolo 111bis (Finanza etica e sostenibile) del TUB stabilisce chi sono gli operatori bancari di finanza etica e sostenibile attraverso una serie di criteri stringenti. Fonte: Banca d'Italia, 1° settembre 1993, "Testo Unico Bancario", decreto legislativo n. 385

impatto, con il 44% dei crediti personali concessi a donne e il 10% concessi a favore di cittadini provenienti dal sud del mondo. Nel 2022 BPE ha creato oltre 2300 nuovi posti lavorativi e ha inserito 512 persone fragili nel mondo del lavoro. Ha inoltre finanziato 244 impianti ad energia rinnovabile, con emissioni evitate per un totale di 70 mila tonnellate di CO₂eq⁶³.

2.3.2 Banche etiche e tradizionali a confronto

Nel sesto rapporto sulla finanza etica in Europa, Fondazione Finanza Etica mette a confronto le banche etiche europee e 60 “banche significative europee⁶⁴” direttamente sotto la vigilanza della BCE. Il confronto non permette solo di capire quale dei due gruppi abbia performance migliori da un punto di vista economico-finanziario, ma anche di comprendere come le banche etiche siano del tutto compatibili con il sistema bancario europeo.

Il primo aspetto considerato è la *redditività*, valutata attraverso due indici: il primo è il Return on Equity (ROE), pari al rapporto tra utile netto e patrimonio netto, che

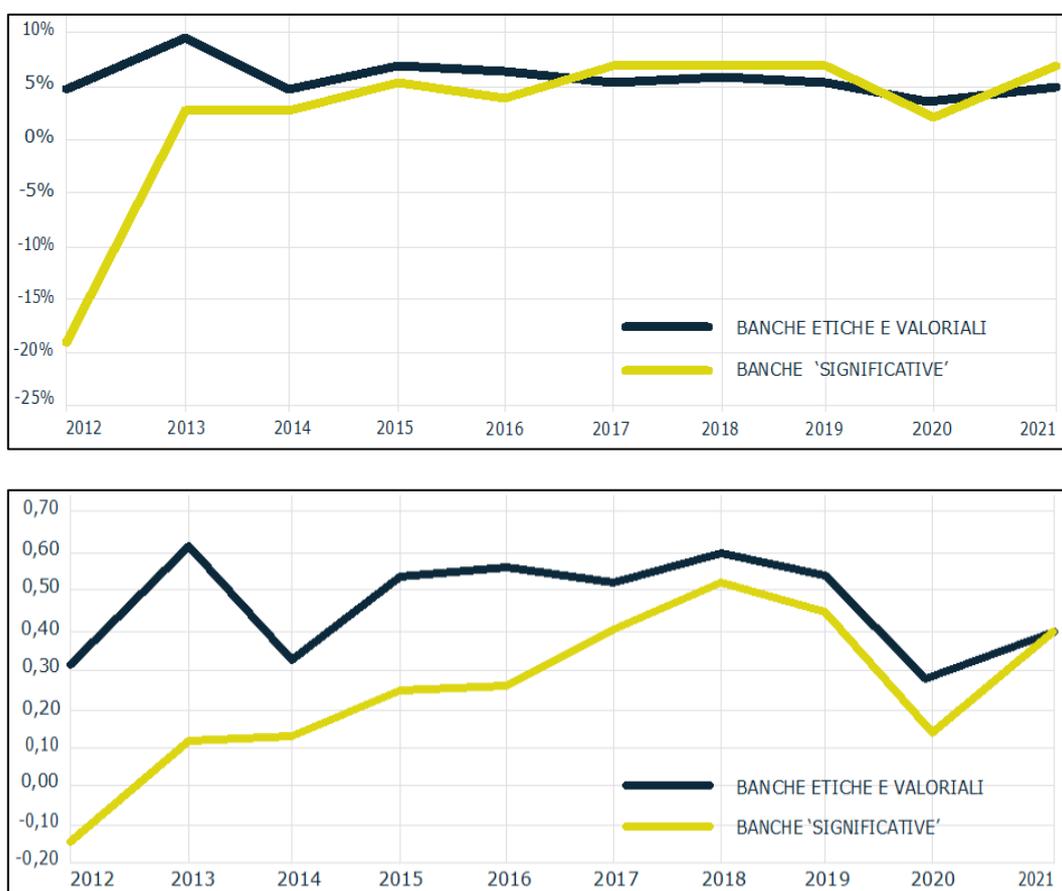
⁶³ Per il sottoparagrafo si vedano diffusamente:

- Yunus M, 2003, “Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty”
- Hossain M, Enam F, Hasan M, 2017, “The Role of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Practices in Organizational Excellence: The Case of Grameen Bank”, Open Journal of Business and Management
- Il sito web di Banca Popolare Etica: <https://www.bancaetica.it/>
- Banca Popolare Etica, 2023, “Report di impatto”

⁶⁴ Sono considerate banche significative quegli istituti di credito che rispettano almeno uno dei criteri di significatività stabiliti dalla BCE. Per maggiori informazioni si rimanda al sito: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.it.html>

misura il rendimento del capitale di rischio; il secondo è il Return on Asset (ROA), uguale al rapporto tra l'utile netto e il totale delle attività. Entrambi misurano il grado di utilizzo delle risorse, ma il ROA a differenza del ROE tiene conto delle passività e quindi dell'indebitamento.

Figura 2.8: ROE (in alto) e ROA (in basso)

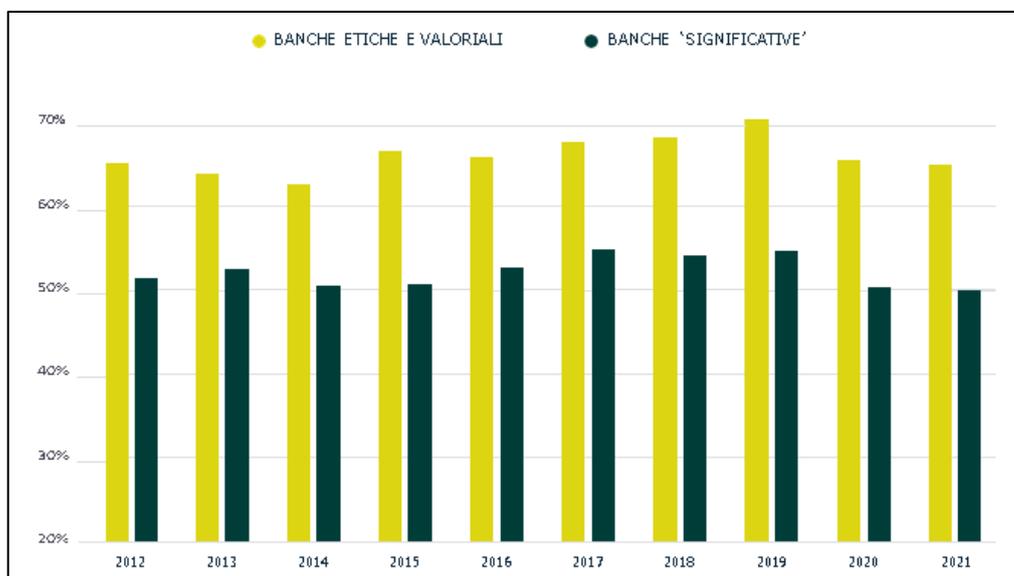


Fonte: Fondazione finanza etica, 2023, "La finanza etica in Europa"

Come è possibile osservare in Figura 2.8, le banche etiche mostrano un ROE medio nel periodo 2012-2012 del 5,23%, ben superiore rispetto al 2,21% medio delle banche significative. Questa notevole discrepanza può essere spiegata con la forte volatilità nei risultati delle banche tradizionali, che hanno risentito maggiormente degli effetti della crisi del 2007-2008 negli anni successivi. Le banche significative hanno subito delle forti perdite fino ad arrivare a un ROE negativo di -18,94% nel 2012. Durante gli anni successivi hanno migliorato le proprie performance superando le banche etiche nel periodo 2017-2019, ma registrando una perdita della redditività maggiore nel pieno della pandemia. La crescita registrata nel 2021 è dovuta soprattutto alle politiche monetarie espansive messe in atto dalla BCE che hanno portato a un forte aumento dei ricavi rispetto al patrimonio netto. Per quanto riguarda il ROA, che misura la redditività delle attività, si nota come quello delle banche etiche si è mantenuto stabile e sempre maggiore rispetto a quello del sistema bancario europeo. Allo stesso tempo, le banche etiche confermano la loro stabilità attraverso una volatilità (calcolata con la deviazione standard) minore: 0.64% rispetto allo 0.84% delle 60 banche significative. Solo nel 2021 i due gruppi presentano un indice praticamente identico.

In secondo luogo, per analizzare la *qualità del management*, si è misurato il peso dell'attività creditizia rispetto al totale delle attività.

Figura 2.9: Credito sul totale degli attivi

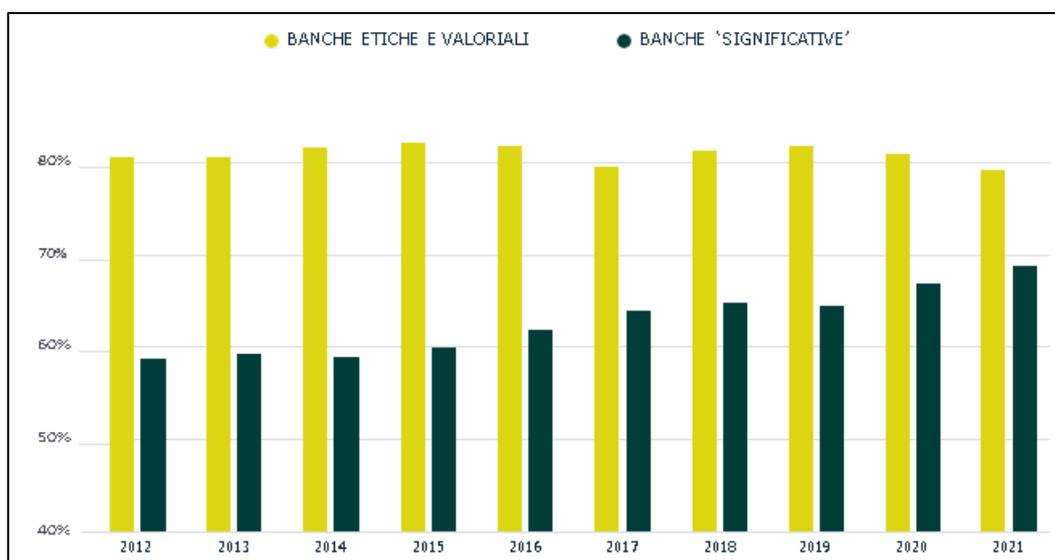


Fonte: Op. cit. Fondazione finanza etica, 2023

Il credito rimane la principale attività delle banche etiche (67,58% nel 2021), anche se negli ultimi anni si nota una leggera diminuzione rispetto a prima. In generale, nel periodo considerato, si riscontra una percentuale nettamente maggiore a favore delle banche etiche, più propense all'attività bancaria tradizionale a favore di imprese e famiglie rispetto alle altre attività finanziarie. Una differenza analoga si riscontra analizzando la percentuale di depositi rispetto al totale dei passivi. Le banche etiche raccolgono principalmente attraverso i depositi dei clienti, con una media dell'81,1% del totale rispetto alle banche significative, che hanno una media del 62,7%. Queste ultime, infatti, raccolgono liquidità anche da altri canali come l'emissione di obbligazioni o i depositi di altre banche. Dal 2012 al 2021 si può

comunque osservare una crescita dei depositi sul totale del passivo del 10,2% per le banche significative ed una diminuzione dell'1,4% per quelle etiche.

Figura 2.10: Depositi sul totale dei passivi

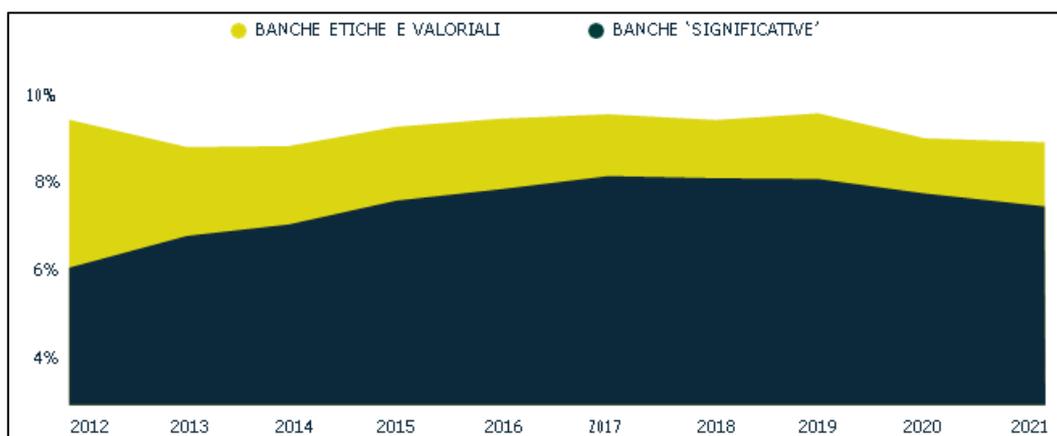


Fonte: Op. cit. Fondazione finanza etica, 2023

La *solidità patrimoniale* è stata misurata rapportando il patrimonio netto con il totale del passivo. Tale rapporto ha avuto una leggera decrescita per le banche etiche, passando dal 9% nel 2012 all'8,2% nel 2021, mentre per le banche significative la tendenza è stata opposta, pur attestandosi a livelli inferiori: dal 4,3% del 2012 al 6,2% del 2021. Gli istituti etici hanno mantenuto costantemente una solida

posizione patrimoniale, mantenendosi sempre al di sopra di quelli significativi. Tuttavia, questi ultimi, pur partendo da una posizione peggiore, hanno via via ridotto le distanze. Diversamente delle banche etiche, che hanno sempre avuto un patrimonio netto relativamente elevato rispetto al totale del passivo, le banche tradizionali sono state spinte ad accantonare maggiori riserve di capitale dai nuovi interventi regolamentari in termini di vigilanza bancaria (per esempio a seguito degli accordi di Basilea).

Figura 2.11: Solidità patrimoniale (patrimonio netto/totale passivo)

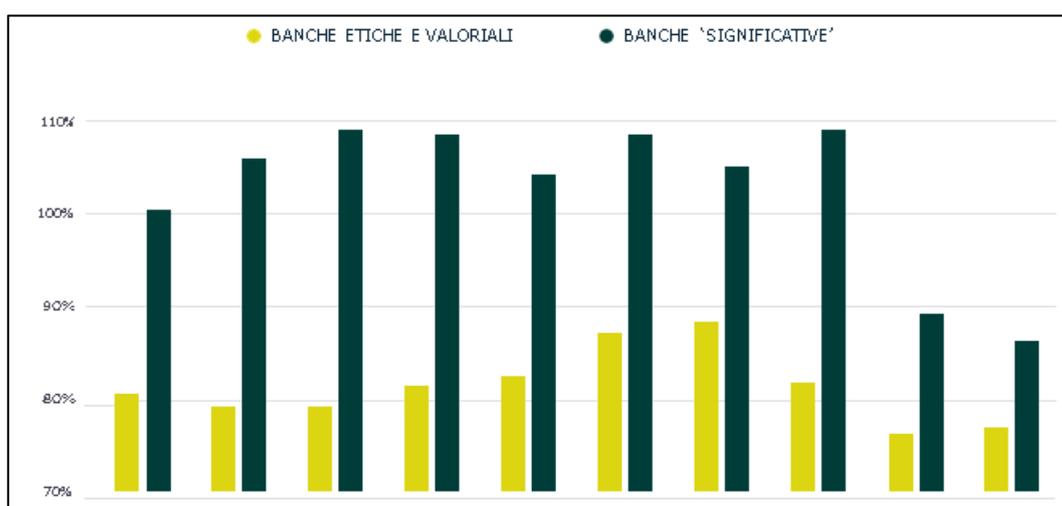


Fonte: Op. cit. Fondazione finanza etica, 2023

L'ultimo indice analizzato è una misura di *liquidità*, pari al rapporto prestiti/depositi. Quando il rapporto è troppo alto, la banca potrebbe non avere sufficiente liquidità per coprire richieste improvvise di liquidità da parte dei

depositanti. Al contrario, se il rapporto è troppo basso, la banca potrebbe non guadagnare quanto potrebbe dalla concessione di crediti.

Figura 2.12: Rapporto prestiti/depositi



Fonte: Op. cit. Fondazione finanza etica, 2023

Come si osserva dal grafico in figura 2.12, nel periodo 2012-2021 le banche etiche hanno sempre riportato un indice di liquidità piuttosto basso, con una media dell'81,5%. Le banche significative, soprattutto negli anni passati, presentano invece un indice molto più elevato, con una media generale del 102,5%. Questo significa che potrebbero non avere sufficiente liquidità per coprire eventuali richieste impreviste da parte dei depositanti. Nel 2021 entrambi i gruppi mostrano un indice inferiore all'anno precedente, dovuto principalmente alla flessione nella

concessione dei crediti successiva alla pandemia. In generale le banche significative sembrano essere maggiormente attente al profitto, presentando un indice spesso troppo elevato dovuto ad un'eccessiva propensione a concedere prestiti rispetto al totale dei depositi. Questo le espone a un rischio di liquidità maggiore. Contrariamente, le banche etiche risultano molto più equilibrate, presentando sempre un rapporto adeguato, in corrispondenza di un profilo di rischio più moderato. A dimostrazione di ciò si guardi l'elevata volatilità della redditività del gruppo significativo, il quale riporta valori molto elevati in periodi economici di ripresa e valori bassi o negativi in momenti di crisi. Negli ultimi anni, grazie a una regolamentazione sempre più restrittiva, questa differenza si sta man mano riducendo.

In conclusione, il confronto dimostra che le banche etiche sono molto più orientate a offrire servizi all'economia reale rispetto a quelle significative e sono in media più redditizie sia in termini di ROA che di ROE. In termini di capitalizzazione, le banche etiche mostrano una maggiore solidità patrimoniale, anche se gli istituti significativi stanno subendo un processo di adeguamento del capitale, spinte da interventi regolamentari. Per ciò che concerne la liquidità, le banche significative hanno in media coefficienti maggiori, anche superiori al 100%, dimostrandosi più

esposte al rischio di liquidità rispetto alle banche etiche che, al contrario, registrano un rapporto stabile tra prestiti e depositi⁶⁵.

CAPITOLO 3

I RATING ESTERNI

Il rating è un giudizio sulla solvibilità generale del debitore, ovvero sulla sua capacità di rimborsare il capitale e gli interessi alla scadenza prestabilita (ma può essere riferito anche ad un singolo strumento di debito). Il calcolo del rating si basa sull'analisi di un complesso insieme di variabili quantitative e qualitative, tra cui informazioni pubbliche come dati di bilancio, qualità della gestione, posizione di mercato all'interno del settore di riferimento dell'impresa, ma anche informazioni private messe direttamente a disposizione dall'impresa stessa. L'obiettivo è quello di prevedere quali saranno le prospettive future dell'impresa tenendo in considerazione la congiuntura economica ed eventuali fattori di stress, che ne influenzano inevitabilmente la solvibilità. È essenziale che il rating sia di buona qualità per tre motivi: primo perché il costo del capitale è correlato al livello del rating; secondo perché il rating viene assunto come strumento regolamentare dalle

⁶⁵ Per l'intero sottoparagrafo si veda diffusamente Fondazione finanza etica, 2023, "La finanza etica in Europa"

istituzioni; terzo perché assiste gli investitori non istituzionali nelle decisioni di investimento.

Quando si parla di rating ci si può riferire a due tipologie: rating interni o rating esterni. I rating esterni sono emessi da agenzie di rating specializzate ed indipendenti, mentre i rating interni, introdotti da Basilea II⁶⁶, sono elaborati internamente dagli istituti di credito. In questo capitolo il focus sarà rivolto alla sola analisi del rating esterno. In particolare, si individueranno le caratteristiche e le funzioni principali delle agenzie di rating, analizzando la storia e le metodologie utilizzate dai principali operatori di questo mercato. Si metteranno poi in risalto i punti deboli e le crisi che hanno coinvolto tali enti negli ultimi decenni, e che hanno portato alla nascita del rating etico.

3.1 RATING TRADIZIONALE

3.1.1 Agenzie di rating: funzioni e caratteristiche

Le agenzie di rating (CRA, dall'inglese *Credit Rating Agencies*) nascono negli Stati Uniti nei primi anni del '900 e subiscono un'evoluzione che va di pari passo con le trasformazioni del sistema finanziario americano del XX secolo. Nei primi anni le agenzie traggono i loro ricavi dalla vendita agli investitori dei giudizi formulati

⁶⁶ Basilea II, chiamato anche "Nuovo Accordo sul Capitale", è un accordo internazionale entrato in vigore nel 2007 con l'obiettivo di proporre un nuovo approccio ai problemi delle banche in merito alla misurazione e alla gestione del rischio. Per maggiori informazioni si rimanda a: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/basileaii.htm>

secondo un modello di business *investor-paid*. Le agenzie erano così incentivate a ottenere informazioni attendibili per rendere un buon servizio agli investitori, dato che era dalla valutazione di questi ultimi sulla qualità del loro operato che dipendeva il loro successo e la loro reputazione. Dalla prima metà degli anni '70, in un contesto di generale sfiducia degli investitori dovuto al fallimento di alcune grandi imprese nazionali, il modello *investor-paid* iniziò a perdere di redditività. Gli emittenti necessitavano di uno strumento che potesse certificarne in via diretta la stabilità e l'affidabilità creditizia, e iniziarono ad incaricare in prima persona le agenzie di rating. Si afferma in questo modo il modello *issuer-paid*, utilizzato ancora oggi, in cui è l'emittente che remunera l'agenzia per farsi certificare tramite il rating il proprio merito creditizio o il livello di rischiosità degli strumenti finanziari da collocare. Il meccanismo è il seguente: l'emittente vende un titolo di debito all'investitore e nel frattempo l'agenzia di rating, dietro congruo corrispettivo e con tutti gli strumenti di cui dispone, analizza la situazione creditizia dell'emittente e ne assegna un rating. Successivamente l'agenzia comunica la valutazione al mercato, così che l'investitore viene a conoscenza della valutazione assegnata all'impresa. A questo punto, se l'emittente ha ricevuto un rating positivo, l'investitore è maggiormente propenso ad accettare un premio per il rischio più basso per l'investimento fatto poiché ha fiducia nella capacità e nella terzietà dell'agenzia.

All'interno dei mercati finanziari le CRA ricoprono un importantissimo ruolo di intermediari tra emittenti e investitori che si esplicita in tre funzioni: la prima è la *funzione di informazione*. Attraverso le proprie valutazioni le agenzie di rating mitigano le asimmetrie informative di mercato presenti tra aziende e investitori, consentendo a questi ultimi di eliminare dal processo di investimento una costosa fase di ricerca di informazioni. La seconda funzione è quella di *certificazione*. Nel momento in cui la CRA assegna un rating, è come se rilasciasse una licenza per accedere al mercato dei capitali o per ridurre gli oneri legati alla regolamentazione. La terza è una *funzione di normalizzazione*, che consiste nel monitoraggio costante e globale del mercato dei titoli.

Quello del rating è un mercato tutt'altro che concorrenziale, caratterizzato dalla presenza di poche imprese. L'evidenza, in realtà, mostra una forma di mercato riconducibile ad un oligopolio. Le cosiddette "tre sorelle", ovvero Fitch Ratings (Fitch), Moody's Investor Services (Moody's) e Standard & Poor's (S&P's) detengono il 94% del mercato globale e sono responsabili dell'attribuzione del rating del 96% dei prodotti di finanza strutturata emessi e del 98% dei rating emessi dalle agenzie riconosciute dalla SEC (Securities and Exchange Commission). Per comprendere l'importanza di questi tre colossi, nel 1975 la SEC decise di creare la figura della "*Nationally Recognised Statistical Rating Organisations*" (NRSROs). Solo agenzie con specifici requisiti potevano essere identificate come NRSRO e, di conseguenza, emettere rating che le autorità avrebbero considerato come rilevanti

ai fini regolamentari. Da allora tale lista è rimasta chiusa all'accesso fino al 2003, anno in cui una quarta agenzia, DBRS, viene riconosciuta come NRSRO (oggi la lista comprende 10 CRA)⁶⁷.

3.1.2 *Standard & Poor's*

La storia dell'agenzia di rating Standard & Poor's risale al 1868, anno in cui Henry Varnum Poor, assieme al figlio William, forma la Poor Company e pubblica "Manual of the Railroads of the United States", un manuale contenente informazioni relative all'industria ferroviaria americana che potesse fare da guida agli investitori. Nel 1906 Luther Lee Blake riconosce, allo stesso modo di Henry Poor, l'importanza della pubblicazione delle informazioni finanziarie delle società e fonda lo Standard Statistic Bureau. Solo nel 1922 Standard Statistics e Poor Company iniziano a valutare le obbligazioni societarie e i titoli municipali, e nel 1941 si fondono formando la Standard & Poor's Corporation. Da quell'anno Standard & Poor's inizia ad incrementare la propria importanza con la quotazione nel New York Stock Exchange. Nel 1966 viene acquisita da McGraw-Hill Companies e dal 1969 fornisce rating ai titoli di credito⁶⁸. Oggi l'agenzia è attiva in

⁶⁷ Si vedano diffusamente:

- Ferri G, Punziana L, 2012, "Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico"
- Dittrich F, 2007, "The Credit Rating Industry: Competition and Regulation"
- Granata E, 2012, "I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating", Federazione Banche Assicurazioni e Finanza

⁶⁸ Informazioni disponibili presso il sito: <https://www.spglobal.com/en/>

tre campi: S&P's Rating Services, che opera nell'assegnazione di rating; S&P's Capital IQ, che fornisce analisi e ricerche; ed infine S&P's Indices, che elabora e calcola indici di tipo azionario, obbligazionario ed economici tematici. Standard & Poor's si definisce indipendente da ogni tipo di banca, organizzazione o azienda, e basa la propria attività su quattro pilastri:

1. indipendenza;
2. oggettività;
3. credibilità;
4. divulgazione.

I rating di S&P's si dividono in due categorie: *issue-specific credit ratings* e *issuer credit ratings*. I primi si riferiscono ad una specifica emissione e si suddividono a loro volta in: rating a lungo termine, che includono obbligazioni, certificati di deposito, prestiti bancari sindacati; rating municipali, che hanno una scadenza inferiore ai tre anni; rating a breve termine, che comprendono titoli di credito, certificati di programmi di deposito e obbligazioni emesse o domandate. I secondi invece si riferiscono all'emittente, possono essere di breve o lungo periodo e riguardano rating aziendali, rating della controparte e rating sovrani⁶⁹.

⁶⁹ Cfr. Ong M, 2002, "Credit Ratings: Methodologies, Rationale and Default Risk", Risk Publications

3.1.3 *Moody's*

La storia di Moody's inizia nel 1900, quando John Moody pubblica l'acclamato "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities", un accurato report di valutazione del mercato. Il successo del manuale lo incentiva, nei periodi successivi, a pubblicare diversi libri a tema finanziario e a fondare, nel 1914, la Moody's Investors Service, una società di rating che passa, nel giro di pochi anni, a coprire l'intero mercato obbligazionario statunitense. Negli anni '70 l'agenzia amplia i propri servizi verso titoli di credito e depositi bancari. Nel 1975, assieme a Fitch e S&P's, entra a far parte della NRSROs ed inizia ad ampliare il proprio raggio di azione anche a livello internazionale⁷⁰.

Moody's opera secondo quattro principi: indipendenza, trasparenza, obiettività e credibilità, e così come S&P's sviluppa diverse tipologie di rating: rating dell'emittente (*issuer ratings*), rating sui depositi (*deposit ratings*), rating sulle controparti centrali di compensazione (*clearing counterparty ratings*), rating su famiglie di società (*corporate family rating*), rating sulla solidità finanziaria di una banca (*bank financial strength rating*) e di una compagnia assicuratrice (*insurance financial strength rating*), e tanti altri ancora⁷¹.

⁷⁰ Informazioni disponibili presso: <https://www.moodys.com/>

⁷¹ Cfr. Moody's Investors Service, 2023, "Rating Symbols and Definitions"

3.1.4 *Fitch*

Nonostante Fitch rappresenti delle “tre sorelle” l’agenzia minore sia per volume di affari che per importanza, anche la sua storia inizia nei primi anni del ‘900, e più precisamente nel 1913, anno in cui John Knowles Fitch fonda, a New York, la Fitch Publishing Company. A questa agenzia si attribuisce, nel 1924, l’introduzione della scala di rating AAA-D usata ancora oggi nella valutazione del merito creditizio, e allo stesso modo le si attribuisce la paternità dell’integrazione alla scala di rating dei segni “+” e “-“, che distinguono in modo più preciso i diversi livelli di rischio. Così come le altre due agenzie, anche Fitch distingue il rating sulla base dell’orizzonte temporale (breve o lungo termine) e con riferimento alla singola emissione o all’emittente, ma suddivide i propri rating in base a diverse caratteristiche. Ad esempio, quando si tratta di rating dell’emittente, si distingue a seconda della valuta: se è locale si parla di *local currency international ratings*, che misura la probabilità di rimborso della valuta nella giurisdizione in cui l’emittente è domiciliato (non è presente quindi il rischio che la valuta non possa essere convertita); se invece è straniera si parla di *foreign currency international ratings*, che considera le caratteristiche dell’emittente e il rischio di convertibilità della valuta. Un’altra tipologia di rating prodotti sono i *recovery ratings*, che si

basano sulle caratteristiche attese del recupero di un'obbligazione quando c'è insolvenza o fallimento⁷².

3.1.5 Corrispondenze tra scale di rating

Dopo aver analizzato nel dettaglio ognuna delle “tre sorelle”, si mettono ora a confronto le diverse scale di rating utilizzate dalle agenzie, così da evitare qualsivoglia dubbio circa la comprensibilità delle stesse.

Tabella 3.4: Corrispondenza tra scale di rating

INVESTMENT GRADE			
Moody's	S&P's	Fitch	Solvibilità
Aaa	AAA	AAA	Estrema
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	Molto elevata
A1 A2 A3	A+ A A-	A+ A A-	Elevata
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Altamente probabile
SPECULATIVE GRADE			
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Adeguate
B1 B2 B3	B+ B B-	B+ B B-	Nel breve termine
Caa1 Caa2 Caa3	CCC	CCC	Immediata
Ca	CC	CC	Scarsamente probabile
C	C	C	Quasi nulla
-	D	D	Nulla

Fonte: *Op. cit. Paganin, 2008*

⁷² Per maggiori informazioni si rimanda al sito: <https://www.fitchratings.com/>

Si noti come la classificazione è sempre divisa in due macro-classi:

1. investment grade;
2. speculative grade.

Con il termine *investment grade* si fa riferimento ad investimenti particolarmente sicuri e dal rischio basso, ed è un giudizio che va dalla tripla A (o Aaa) alla tripla B (o Baa). *Speculative grade* è invece un giudizio che spazia dalla doppia B (o Baa) in giù, e si riferisce ad investimenti particolarmente rischiosi, e quindi anche dal tasso di rendimento superiore.

Se due CRA emettono rating differenti sullo stesso emittente o emissione, si parla di *split rating*, un fenomeno che può nascere per tre motivi: il primo è che due agenzie possono avere diversi standard di riferimento per l'assegnazione del rating; il secondo è che le metodologie di assegnazione possono differire; il terzo ed ultimo motivo è che il processo di assegnazione del rating non utilizza solo dati quantitativi, ma anche qualitativi, e per questo contiene sempre una componente di soggettività⁷³ (in ogni caso le agenzie sono quasi sempre concordi circa il livello generale di affidabilità dell'emittente/emissione).

⁷³ Op. cit. Paganin, 2008

3.2 RATING ETICO

3.2.1 La crisi dei sistemi di rating tradizionali

La struttura ad oligopolio dell'industria del rating appena delineata fa sì che un gruppo molto ristretto di società private possa influenzare l'andamento di interi mercati. Standard & Poor's, Moody's e Fitch hanno il potere, con un semplice giudizio, di influenzare le decisioni di investimento di milioni di investitori retail ed istituzionali, e potenzialmente di scatenare reazioni a catena dagli effetti catastrofici per l'intera economia mondiale. Ad esempio, il *downgrade* dell'affidabilità creditizia di uno Stato sovrano potrebbe far impennare il costo dell'indebitamento di miliardi di euro e scatenare reazioni in borsa da parte di operatori come banche, fondi e assicurazioni. Questo ruolo cruciale continua ancora oggi ad essere presente nonostante la credibilità delle CRA sia stata, nel corso degli anni, gravemente compromessa. Basti pensare che durante la crisi finanziaria globale del 2008, la banca Lehman Brothers ha continuato a mantenere il rating "A" fino al giorno del suo fallimento, mentre titoli tossici che avrebbero intasato i bilanci di migliaia di banche negli anni successivi venivano valutati al pari dei Bund tedeschi.

Ad essere contestata è in particolare la possibile presenza di conflitti di interesse nell'attività delle CRA, che andrebbe inevitabilmente a minarne l'indipendenza e l'obiettività. La prima fonte di potenziali conflitti di interesse è costituita dalle *strutture di pagamento*. Il modello *issuer-paid* descritto in precedenza fa sì che le

agenzie ricevano la maggior parte dei ricavi dagli stessi emittenti cui forniscono il rating e con cui, di norma, stabiliscono delle relazioni durature. Il rischio è che, pur di non perdere tale legame con l'emittente, l'agenzia possa non valutarne correttamente il rischio di credito laddove la corretta valutazione porterebbe a un rating inferiore rispetto a quello desiderato dall'emittente stesso, con la possibilità che questo si rivolga ad altre agenzie (*rating shopping*). Un ulteriore problema attiene alla *struttura proprietaria* delle CRA. Le "tre sorelle" non sono società pubbliche, bensì ad azionariato diffuso. Questo innesca la possibilità che i soggetti controllati che partecipano direttamente ai mercati finanziari siano allo stesso tempo i controllori. Moody's appartiene a Warren Buffet, tramite il fondo Berkshire Hathaway (13%), e ad una decina di altri grandi fondi come Blackrock e Vanguard. Standard & Poor's è controllata da un grande fondo come Capital World Investors (12,45%) e, di nuovo, da BlackRock, Vanguard e Capital Research Management, mentre Fitch è riconducibile ad Hearst Corporation (100%). Si osserva inoltre che le agenzie di rating hanno a loro volta partecipazioni in altri fondi. Altro profilo discusso attiene alla *partecipazione nelle strutturazioni di strumenti finanziari*. Non è raro che le CRA, soprattutto nel campo della finanza strutturata, operino contemporaneamente sia come fornitori del rating che come consulenti nella progettazione del prodotto stesso. Oltre alle problematiche relative ai conflitti di interesse, ad essere presi di mira sono altresì i *modelli utilizzati* per la realizzazione del rating. Questi non sono più considerati adeguati a fornire una

rappresentazione veritiera e corretta di una realtà dei mercati in continua evoluzione, e caratterizzata da un aumento delle variabili in gioco, non più soltanto di carattere economico e finanziario, ma anche legate ad aspetti sociali, ambientali, culturali, religiosi e di governance. Oggi più che mai risulta necessario affiancare alle misure tradizionali usate dai modelli di rating anche indicatori alternativi, che permettano di delineare una visione dell'investimento maggiormente articolata e completa, che tenga conto non solo del profilo finanziario ma anche di quello etico⁷⁴.

3.2.2 La nascita del rating etico

La crescente attenzione da parte degli investitori verso le scelte etiche, sociali ed ambientali delle società in cui investono ha stimolato l'esigenza di analizzare e valutare le aziende sulla base di criteri socio-ambientali. Il *rating etico* rappresenta, sotto quest'ottica, il cuore della finanza etica: un valore credibile, sintetico e capace di rappresentare l'attitudine di un'impresa a rispettare la concorrenza, i diritti umani, l'ambiente, e a ricorrere ad una struttura di governance moderna. In tal senso

⁷⁴ Per il sottoparagrafo si vedano diffusamente:

- Granata E, 2012, "I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating", Federazione Banche Assicurazioni e Finanza
- Meggiolaro M, 2012, "Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale", Il Fatto Quotidiano
- Pezzani F, 2011, "Agenzie in declino"
- Franceschi A, 2018, "Da Fitch a S&P, perché il giudizio delle agenzie di rating è decisivo", Il Sole 24 Ore
- Volpi A, 2023, "Gli interessi sul rating: chi ha in mano Moody's, Standard & Poor's e Fitch", Altraeconomia

sono nate le agenzie di rating etico, il cui obiettivo è quello di misurare e valutare le performance di sostenibilità di un'emissione/emittente e di guidare le decisioni di investimento degli operatori sulla base dei loro personali criteri etici. I criteri utilizzati dalle agenzie possono variare notevolmente tra loro, ma generalmente includono un insieme standardizzato di indicatori. Per quanto riguarda la dimensione *ambientale*, tra gli indicatori più utilizzati troviamo l'impronta carbonica, l'utilizzo efficiente delle risorse naturali, il livello di efficienza energetica, l'utilizzo di energie rinnovabili, ma anche il coinvolgimento in progetti o pratiche green. Nel caso della dimensione *sociale*, gli aspetti presi in considerazione includono il trattamento dei dipendenti, il rispetto dei diritti umani, la diversità nei ruoli dirigenziali ed anche le relazioni con la comunità locale. Infine, nella dimensione *governance*, troviamo indicatori legati alla trasparenza finanziaria dell'azienda e alla presenza o meno di pratiche non etiche oppure illegali. Anche le metodologie utilizzate nel processo di formazione del rating possono essere diverse da agenzia ad agenzia, ma in generale fanno riferimento alle seguenti attività:

- analisi dei rapporti di sostenibilità delle imprese;
- somministrazione di questionari specifici;
- ricerca di informazioni integrative da terze parti;
- riunioni e incontri con il management;
- comparazione dati con imprese dello stesso settore;
- utilizzo di modelli di scoring per il calcolo del rating finale.

Il rating etico può essere utile altresì per capire l'esposizione di un'azienda a determinati rischi. Ad esempio, un giudizio negativo in merito al rispetto di diritti sindacali indica che l'azienda è maggiormente esposta a contestazioni e rivendicazioni. In modo simile, un'impresa non particolarmente coinvolta nell'utilizzo di risorse rinnovabili potrebbe essere esposta ad un elevato rischio di transizione.

In Italia, tra le più importanti realtà di riferimento, troviamo E. Capital Partners, Axia e Avanzi SRI Research, mentre a livello internazionale Standard Ethics, Siri Group, KLD, Vigeo Eiris, Moody's ESG Solutions, S&P Global Trucost, FTSE Russell e tante altre ancora ricoprono un ruolo di primo piano.

Tre sono le principali critiche mosse a queste società: la prima è una mancanza di standardizzazione nei metodi di valutazione, dovuta soprattutto all'assenza di un accordo universale relativo a quali criteri dovrebbero essere considerati e come dovrebbero essere pesati; la seconda è la difficoltà nel garantire trasparenza su come vengono attribuiti i giudizi; la terza ed ultima è l'insufficienza di verifiche nelle informazioni raccolte dalle aziende, che vanno poi ad inficiare la valutazione da parte dell'agenzia. È indubbio che nel prossimo futuro, se le agenzie di rating etico vorranno continuare a mantenere la fiducia degli investitori, sarà necessario incrementare i livelli di trasparenza nelle metodologie utilizzate, oltre a creare degli

standard globalmente riconosciuti nelle valutazioni di sostenibilità in modo da garantire coerenza ed equità nella classificazione delle imprese⁷⁵.

3.2.3 *Il caso di Standard Ethics*

Standard Ethics (SE), con sede a Londra, è la prima agenzia di rating indipendente di sostenibilità che emette rating non finanziari. Esercita l'attività di analisi e valutazione di società, strumenti di debito e Paesi sovrani dal 2004, anno della sua fondazione. SE presenta caratteristiche particolari e un approccio al rating che la rendono unica nel suo genere e che la distinguono dalle altre agenzie di rating etico che operano sul mercato. Innanzitutto, il rating di Standard Ethics è "eticamente neutrale", ovvero valuta il livello di conformità del soggetto valutato ai principi dettati dalle grandi organizzazioni internazionali come l'ONU, l'OCSE e l'UE. SE evita, ad esempio, di definire una propria idea di etica, ma adotta la definizione di sostenibilità proposta all'ONU nel 1987, ovvero:

“Uno sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri⁷⁶”

Il rating di sostenibilità rilasciato dall'agenzia è, allo stesso tempo: *sollecitato*, ovvero emesso solo su richiesta del cliente, il quale ne diviene proprietario e può

⁷⁵ Si vedano diffusamente:

- Borsa Italiana, 2007, “Che cos'è il Rating Etico?”
- Bellini M, 2023, “ESG Rating Agency: la sfida di misurare la sostenibilità”, ESG360

⁷⁶ Nazioni Unite, 1987, “Our Common Future”, pag. 15

decidere se renderlo pubblico o meno. Questo modello di tipo *applicant-pay* è tipico delle agenzie di rating tradizionale e diverso da quello usato dalla maggior parte delle agenzie di rating etico che invece emettono il giudizio a favore dell'investitore come servizio di consulenza; *standardizzato*, dato che gli algoritmi utilizzati sono allineati alle medesime linee guida rendendo i rating sempre paragonabili tra di loro; *indipendente*, poiché l'agenzia rinuncia a fornire qualsivoglia altro servizio nei confronti del soggetto valutato, evitando così di emettere un giudizio che possa essere influenzato da elementi terzi; *annuale e rivedibile*, con un costo variabile in base alla tipologia e alla dimensione del richiedente.

Un'altra caratteristica del rating di Standard Ethics è che il processo adottato durante la fase istruttoria è di tipo analitico, molto simile a quello utilizzato dalle agenzie di rating tradizionale. Questo significa che l'agenzia incarica un gruppo di specialisti per ottenere informazioni sull'azienda da report pubblicati, interviste e incontri con la direzione del richiedente. Diversamente, il processo tipicamente utilizzato dalle altre agenzie di rating etico è di tipo *questionnaire-driven*, che si basa sulla somministrazione di questionari utili ad aggiornare i database dei consulenti⁷⁷.

Per garantire accuratezza e comparabilità, l'agenzia utilizza un modello basato su un proprio algoritmo a sei gruppi di variabili.

⁷⁷ Cfr. Standard Ethics, 2020, "Guide to Standard Ethics Rating Essential"

Figura 3.13: Algoritmo di Standard Ethics

$$\frac{(F_{cEU} + S_a + I_{dEU-OECD} + M_w * f(S_a) * f(I_{dEU-OECD}) + C_{gUN-OECD-EU} * f(F_c) * f(I_{dEU-OECD}))}{10} + k$$

Fonte: Standard Ethics, "Complying with the Future"

La variabile **Fc** è relativa alla concorrenza, e valuta positivamente il cliente che compete sul mercato in modo appropriato, mentre considera negativamente elementi come antitrust, indagini, sanzioni, evasione fiscale o una posizione di privilegio che potrebbe, in futuro, rivelarsi problematica. Le variabili **Sa** e **Mw** sono legate ad aspetti sensibili per gli azionisti di minoranza o per i nuovi azionisti, come ad esempio la presenza di patti parasociali non giustificati da esigenze operative, il doppio diritto di voto, la presenza di un azionista di controllo, i conflitti di interesse e la scarsa contendibilità. La variabile **Id** riguarda l'ambito manageriale, la gestione e il controllo dei rischi ESG, la governance della sostenibilità, i modelli di reporting e la composizione del CdA, comprese aree quali l'indipendenza e la parità di genere. La variabile **Cg** si concentra sui fattori ESG, in particolare per quanto riguarda l'allineamento dell'azienda a strategie come l'Accordo di Parigi del 2015 per la riduzione degli effetti climatici o le linee guida dell'OCSE per le multinazionali. Infine, il fattore **k** è la sostenibilità a rischio⁷⁸.

La scala di rating utilizzata da Standard Ethics si compone di nove livelli, come è

⁷⁸ Cfr. Standard Ethics, "Complying with the Future"

possibile osservare in tabella 3.5.

Tabella 3.5: Scala di rating di Standard Ethics

Rating e livello di conformità		Capacità di risposta a crisi reputazionali
EEE	Massimo	Forte
EEE-	Eccellente	
EE+	Molto elevato	
EE	Elevato	Buona
EE-	Adeguito	
E+	Insufficiente	Bassa
E	Basso	
E-	Molto basso	Debole
F	Pessimo	

Fonte: Standard Ethics, 2020, "Guide to Standard Ethics Rating Essential"

La rilevanza dell'agenzia a livello internazionale, unita alla possibilità di consultare liberamente i rating assegnati alle aziende, ha reso Standard Ethics adatta ad essere utilizzata come fonte per i dati presentati nella ricerca al Capitolo 4.

CAPITOLO 4

ANALISI EMPIRICA

4.1 PRESENTAZIONE DELLA RICERCA

4.1.1 *Obiettivi dello studio*

Nel seguente capitolo viene proposta una analisi empirica all'interno del mercato italiano. L'obiettivo dello studio è quello di dimostrare se esiste una qualsivoglia correlazione tra i risultati economici delle realtà analizzate e le loro performance a livello di eticità, quest'ultime sintetizzate all'interno dei rating etici emessi da Standard Ethics. Come già discusso nel capitolo due, la letteratura scientifica non ha ancora proposto una opinione unanime circa la convenienza economica o meno, per un'azienda, di abbracciare i valori e i comportamenti proposti dalla finanza etica, e per questo motivo si ritiene particolarmente interessante analizzare se, a livello nazionale, avere delle buone performance da un punto di visto etico possa influenzare positivamente anche l'andamento economico-finanziario.

Il periodo di osservazione dei dati è decennale, e va dal 31 dicembre 2014 al 31 dicembre 2023, ovvero la data corrispondente all'ultimo bilancio disponibile per la maggioranza delle società analizzate⁷⁹. La scelta del periodo di riferimento è data dal fatto che Standard Ethics ha iniziato ad emettere rating in modo costante sulle

⁷⁹ Tutti i dati economico-finanziari utilizzati nella ricerca sono stati estrapolati dalla banca dati Orbis

realità italiane solo a partire dal 1° gennaio 2014, data di lancio dello *Standard Ethics Italian Index*, e dal loro sito è possibile ricavare informazioni solo a partire da quel momento in poi per gran parte delle aziende italiane⁸⁰.

Il campione di riferimento scelto è rappresentato dalle società che compongono il FTSE MIB, ovvero l'indice azionario di Borsa Italiana che racchiude le azioni delle 40 società italiane maggiormente rilevanti per quanto riguarda capitalizzazione di mercato, flottante e liquidità, e che assieme costituiscono circa l'80% della capitalizzazione interna complessiva. Sulla base della scala di rating utilizzata dall'agenzia, le aziende vengono divise in due categorie:

1. ETICHE;

2. NON ETICHE.

Il gruppo ETICHE comprende le realtà che, nell'anno, hanno ricevuto una valutazione che può essere considerata positiva, ovvero che va dal rating etico EEE ad EE-. Diversamente, il gruppo NON ETICHE racchiude le società che hanno ottenuto una valutazione negativa a livello di sostenibilità, cioè che va da E+ ad E- (il rating F non è mai stato assegnato a nessuna società facente parte del campione nel periodo analizzato). La scelta di creare solo due macro-gruppi piuttosto che effettuare un'analisi per singolo livello di rating è data dal fatto che, in diversi casi,

⁸⁰ Tutti i rapporti di sostenibilità emessi dall'agenzia sono disponibili presso il loro sito web: <https://www.standardethics.eu/>

si avrebbe avuto dei gruppi composti da un numero troppo ristretto di società per essere considerato statisticamente rilevante. Nell'arco temporale osservato la composizione dei due gruppi cambia di anno in anno, sia a causa delle revisioni periodiche dei rating da parte di Standard Ethics, sia a causa delle revisioni periodiche dell'indice da parte di Borsa Italiana. È quindi possibile che un'impresa esca dal paniere e che non riceva più un giudizio dell'agenzia, così come è possibile che un'azienda entri a far parte dell'analisi solo per un certo periodo di tempo. Alla luce di ciò, le imprese individuate all'interno dello studio non sono solo 40, ma 52.

4.1.2 Variabili analizzate

Per analizzare i risultati economici delle società oggetto dello studio sono stati scelti diversi indicatori, ognuno rappresentativo di una delle seguenti aree gestionali:

- Redditività;
- Leverage;
- Copertura del servizio del debito.

Per quello che riguarda la redditività, questa è stata valutata attraverso l'utilizzo di due indici. Il primo è il *Return on Equity* (ROE), calcolato come:

$$ROE (\%) = \text{Utile (o perdita) netto} / \text{Patrimonio netto}$$

Il ROE, espresso in percentuale, misura il rendimento del capitale conferito in un'impresa a titolo di rischio, e quindi la redditività del capitale direttamente investito dagli azionisti. Un ROE positivo ed elevato non è sempre sinonimo di un giudizio positivo, dato che potrebbe essere dovuto, ad esempio, a fattori occasionali e non caratteristici, oppure ad un indebitamento eccessivo. Nonostante tali limiti, rappresenta un indicatore largamente utilizzato dalle agenzie di rating nella valutazione delle aziende.

Il secondo indicatore è il *Return on Capital Employed* (ROCE), che rappresenta invece il rendimento del capitale investito, e viene calcolato come:

$$ROCE (\%) = EBIT / Capitale Investito$$

Dove per EBIT (o reddito operativo aziendale) si intende il risultato d'esercizio al lordo delle imposte e degli oneri finanziari, mentre il capitale investito è dato dalla somma tra patrimonio netto e passività consolidate (oppure dalla differenza tra attività totali e passività correnti). A differenza del ROE, il ROCE è una misura della redditività della gestione operativa dell'impresa, ed è più adatto se l'obiettivo è quello di valutare la capacità del management di operare nella propria attività caratteristica. Sia il ROE che il ROCE sono indicatori che dipendono fortemente dal settore di appartenenza, e per questo dovrebbero sempre essere valutati rispetto agli esercizi precedenti oppure rispetto ai valori dei propri competitors, piuttosto che in termini assoluti.

Passando al leverage, l'indicatore scelto è il *Gearing Ratio* (D/E), ottenuto come segue:

$$D/E = \text{Debito} / \text{Patrimonio Netto}$$

Il gearing, detto anche indice di leva, misura il grado di indebitamento ed è di fondamentale importanza perché evidenzia la struttura finanziaria dell'impresa, ovvero in che modo quest'ultima finanzia i propri impieghi. Maggiore è il valore dell'indice, cioè il peso dei debiti finanziari rispetto ai mezzi propri, tanto è più elevata l'esposizione nei confronti dei terzi e quindi il rischio della struttura finanziaria.

Infine, l'ultimo indicatore analizzato è l'*Interest Coverage Ratio* (ICR), che attiene alla copertura del servizio del debito e determina la capacità di un'azienda di ripagare gli interessi sul debito residuo. L'ICR è calcolato come:

$$ICR = EBIT / \text{Oneri Finanziari}$$

L'analisi è stata effettuata per settori, ovvero:

- Energia e Utilities;
- Manifatturiero e Servizi;
- Media, Telecomunicazioni e Intrattenimento;
- Bancario e Finanziario.

Per i primi tre sono stati utilizzati i quattro indicatori citati in precedenza, mentre per il settore Bancario e Finanziario, che presenta una rendicontazione completamente differente, si è scelto di utilizzare degli indici diversi che verranno approfonditi nel paragrafo successivo.

4.2 ANALISI QUANTITATIVA

Lo studio, effettuato attraverso l'ausilio di Excel e del software R, viene svolto per settore. Per ognuno di questi si analizza l'andamento degli indicatori scelti sia per il gruppo etico che per il gruppo non etico, in due periodi differenti: il primo periodo, che va dal 2014 al 2019, e il secondo periodo, che va dal 2020 al 2023. La scelta di suddividere l'analisi è volta a comprendere se ed in che modo i due gruppi di aziende sono stati colpiti dalla crisi pandemica e dalla guerra tra Russia e Ucraina. Per ogni indicatore è stata calcolata la *media* nel periodo considerato, la *deviazione standard*⁸¹, ed effettuato un *test t* con l'obiettivo di verificare se le differenze rilevate tra il gruppo etico e quello non etico sono statisticamente significative⁸². Oltre a ciò, è stato fatto anche un *test di correlazione* per calcolare

⁸¹ La deviazione standard è un indice statistico che misura la variabilità di una certa variabile aleatoria, ed è pari alla radice della varianza. Fonte: Treccani

⁸² Il livello di significatività viene valutato attraverso l'analisi del p-value calcolato dal test. Quando il p-value è inferiore al 5% si rifiuta l'ipotesi nulla (ovvero che non vi è differenza tra le medie) e la differenza tra le medie è considerata significativa.

l'indice di correlazione⁸³ tra indicatore e rating etico, e per valutarne il livello di significatività⁸⁴. Infine, per una questione di completezza informativa, si è scelto di effettuare i medesimi test a livello aggregato, ovvero prendendo come riferimento l'intero FTSE MIB (escluso il settore Bancario e Finanziario).

4.2.1 Risultati

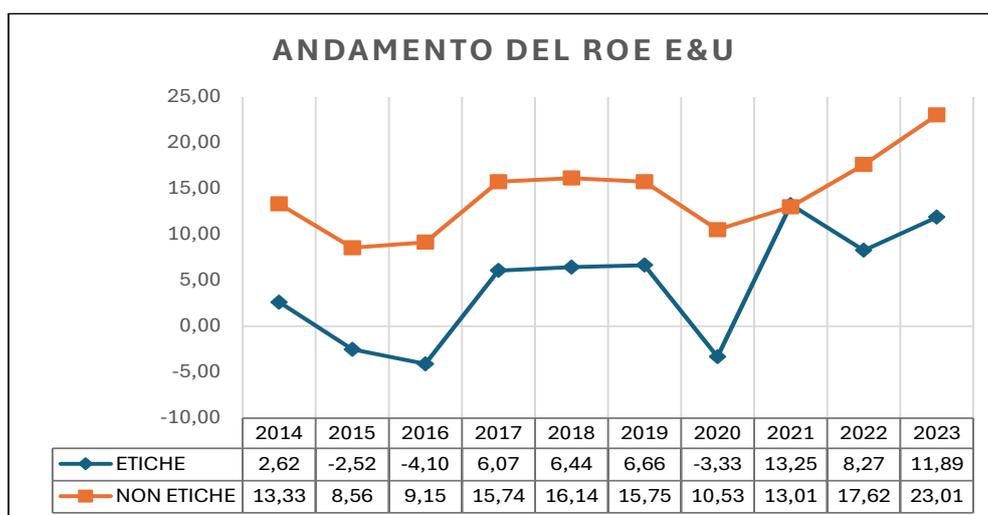
Il primo ad essere analizzato è il settore *ENERGIA E UTILITIES*. Come è possibile osservare in figura 4.14, il gruppo di aziende non etiche mostra un ROE medio superiore in entrambi i periodi analizzati, anche se la differenza può essere considerata significativa solo nel primo, con un p-value (pv) dello 0,09%. Il coefficiente di correlazione è in entrambi i casi negativo. Nel 2014-2019 è pari a -0,36, con un pv dell'1,3%, mentre nel periodo 2020-2023 la correlazione non è significativa. Il gruppo etico presenta inoltre una variabilità del ROE superiore, con dei picchi in negativo più profondi rispetto al gruppo non etico. In particolare, il

⁸³ L'indice o coefficiente di correlazione di Pearson è l'indice statistico che misura il grado di correlazione lineare tra due variabili. Ha un valore compreso tra +1 e -1, dove +1 significa perfetta correlazione lineare positiva, -1 significa perfetta correlazione lineare negativa e 0 significa assenza di correlazione. Fonte: Treccani

⁸⁴ Anche in questo caso il livello di significatività viene valutato attraverso l'analisi del p-value calcolato dal test. Quando il p-value è inferiore al 5% si rifiuta l'ipotesi nulla (ovvero assenza di correlazione) e la correlazione tra le due variabili è considerata significativa.

ROE del gruppo etico sembra aver subito un contraccolpo maggiore subito dopo l'inizio della pandemia, per poi riprendersi velocemente negli anni successivi.

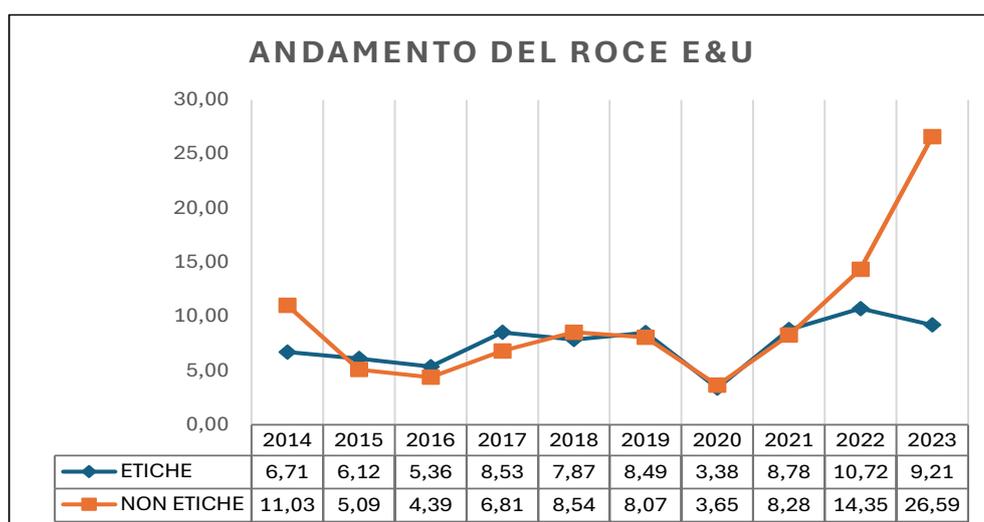
Figura 4.14: Settore Energia e Utilities, andamento del ROE



	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROE medio	2,37 %	13,66 %	7,87 %	14,48 %
t-test (pv)	0,09%		12%	
Dev. st.	4,78	3,45	7,53	5,50
Coeff. corr.	-0,36 (pv=1,3%)		-0,12 (pv=48%)	

Per quello che riguarda il ROCE, invece, i valori sono più simili. Il test t mostra delle differenze non significative tra i dati medi in entrambi i periodi analizzati. Nel periodo 2014-2019 la correlazione è nulla, mentre nello spaccato temporale successivo il gruppo non etico mostra una crescita superiore. Anche in questo caso il valore del p-value suggerisce una correlazione non significativa. Nonostante un crollo del ROCE nel 2020 per entrambi i gruppi, quello etico mostra una risalita meno accentuata.

Figura 4.15: Settore Energia e Utilities, andamento del ROCE

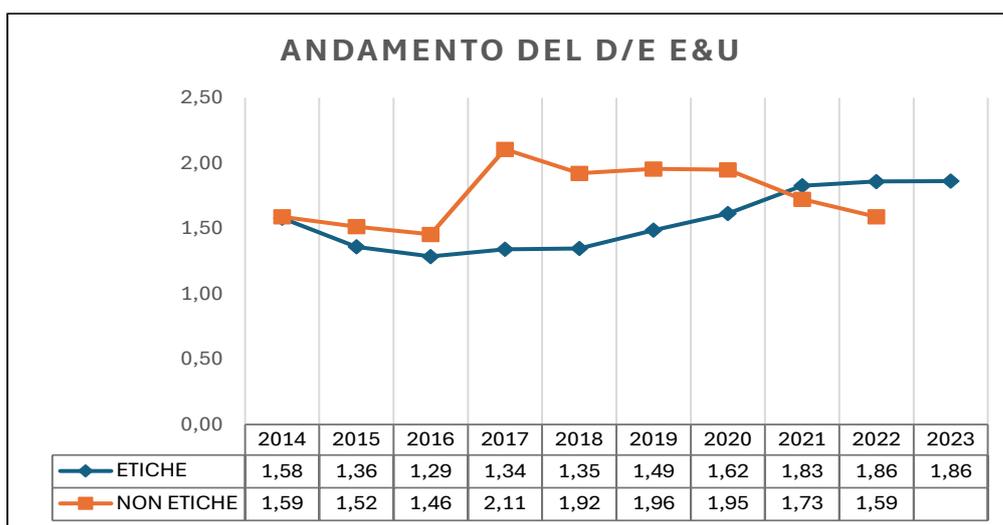


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROCE medio	7,15 %	7,42 %	8,21 %	10,35 %
t-test (pv)	81%		56%	
Dev. st.	1,32	2,44	3,20	9,94
Coeff. corr.	0,01 (pv=92%)		-0,12 (pv=49%)	

Fonte: elaborazioni personale

Passando allo studio del Gearing Ratio (D/E), la figura 4.16 mostra come il gruppo etico presenti dei valori inferiori fino al 2020, per poi raggiungere e superare il gruppo non etico nel periodo successivo. Nonostante ciò, le differenze tra le medie dei due gruppi non risultano significative. L'indice di correlazione passa da un valore significativo di -0,35 nel periodo 2014-2019 a un valore vicino allo zero nello spaccato 2020-2023. Questi dati lasciano intendere che, con il passare degli anni, le aziende etiche hanno presentato, in media, delle strutture finanziarie sempre più rischiose, mentre il gruppo non etico ha vissuto un andamento opposto. Si specifica che il motivo per cui l'ultimo anno non riporta alcun valore per il gruppo non etico è dovuto al fatto che, nel 2023, tale gruppo è rappresentato da una sola azienda.

Figura 4.16: Settore Energia e Utilities, andamento del D/E

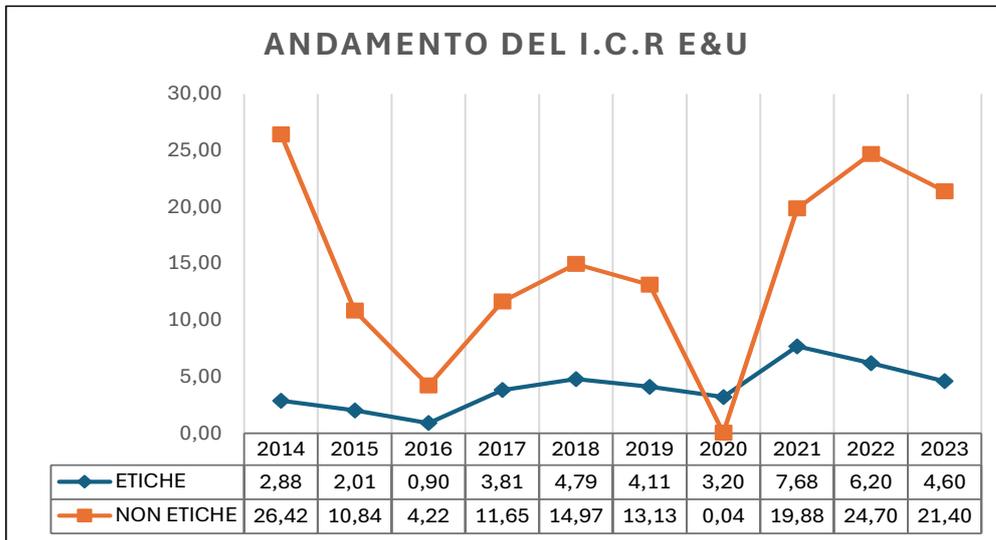


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
D/E medio	1,40	1,81	1,79	1,57
t-test (pv)	31%		70%	
Dev. st.	0,11	0,27	0,12	0,18
Coeff. corr.	-0,35 (pv=1,8%)		0,04 (pv=39%)	

Fonte: elaborazioni personali

Si riportano infine i valori dell'Interest Coverage Ratio (ICR). La figura 4.17 individua un valore medio dell'indice sostanzialmente più elevato per le aziende non etiche in entrambi i periodi, seppur con una variabilità di molto superiore. Il test t rileva però presenza di significatività statistica solo nel periodo 2014-2019. Così come per il ROCE, anche in questo caso il gruppo non etico si è ripreso con maggiore forza nel periodo subito successivo alla pandemia. L'indice di correlazione suggerisce una relazione negativa tra il livello di eticità e la capacità di ripagare gli interessi sul debito, la quale diventa non significativa nel periodo 2020-2023.

Figura 4.17: Settore Energia e Utilities, andamento del I.C.R

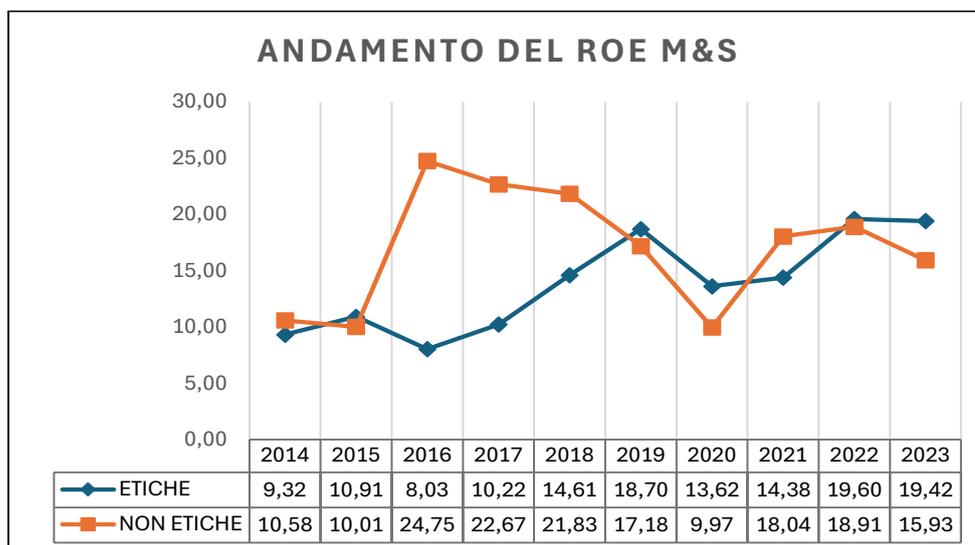


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
I.C.R medio	3,05	13,48	5,39	13,83
t-test (pv)	0,2%		24%	
Dev. st.	1,45	7,29	1,94	11,16
Coeff. corr.	-0,39 (pv=0,8%)		-0,29 (pv=8%)	

Fonte: elaborazioni personali

Il secondo settore analizzato è *MANUFATTURIERO E SERVIZI*. Anche in questo caso il gruppo non etico presenta un ROE medio superiore nel periodo pre-pandemia, ma subisce una flessione maggiore tra il 2019 e il 2020. Sia il t-test che il test di correlazione suggeriscono assenza di significatività. Il gruppo etico presenta una minore variabilità del ROE in entrambi gli spaccati temporali.

Figura 4.18: Settore Manifatturiero e Servizi, andamento del ROE

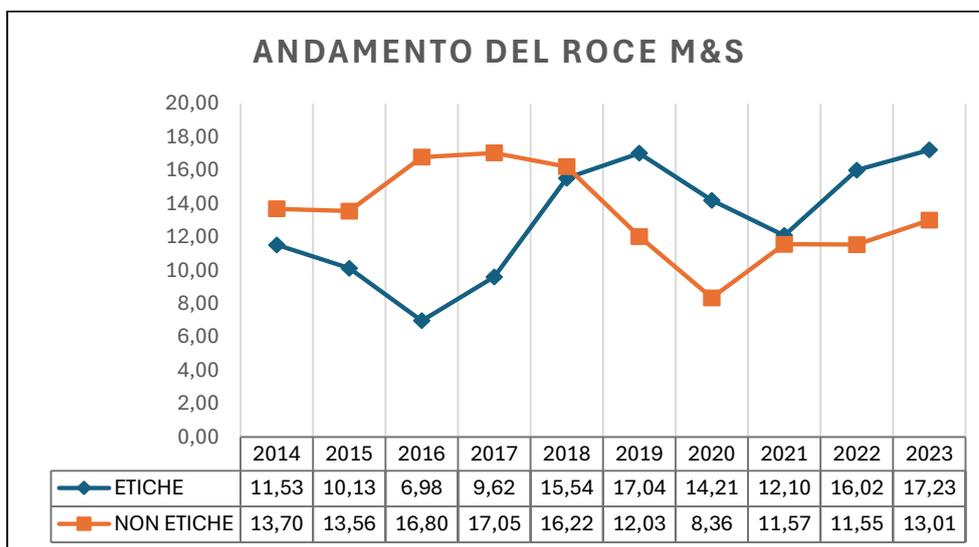


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROE medio	11,48 %	18 %	17,73 %	15,55 %
t-test (pv)	37%		47%	
Dev. st.	3,97	6,35	3,20	4,03
Coeff. corr.	-0,12 (pv=29%)		0,04 (pv=80%)	

Fonte: elaborazioni personali

Passando all'analisi del ROCE, il gruppo etico mostra valori inferiori fino al 2018, anno in cui l'andamento si inverte completamente. Tra il 2020 e il 2023 il gruppo etico presenta un ROCE medio superiore e la differenza tra i due gruppi risulta significativa. L'indice di correlazione, pur presentando valori prossimi allo 0 e non significativi, passa da -0,13 nel periodo 2014-2019 a 0,18 nel periodo 2020-2023.

Figura 4.19: Settore Manifatturiero e Servizi, andamento del ROCE



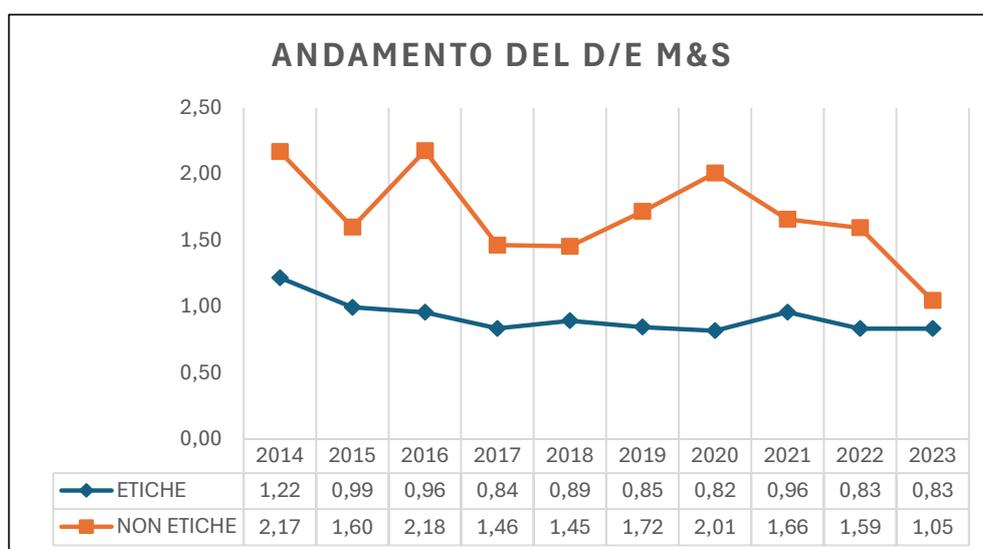
	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROCE medio	11,31 %	15 %	16,01 %	10,69 %
t-test (pv)	8,5%		2%	
Dev. st.	3,80	2,07	2,24	1,97
Coeff. corr.	-0,13 (pv=25%)		0,18 (pv=20%)	

Fonte: elaborazioni personali

Per quello che riguarda il Gearing Ratio (D/E), la figura 4.20 individua valori medi inferiori per il gruppo di aziende etiche, e quindi una maggiore propensione a finanziarsi con mezzi propri piuttosto che con capitale di debito (la differenza è significativa). Esattamente come per il settore Energia e Utilities, anche in questo

frangente si nota però un avvicinamento dei valori negli ultimi anni. I bassi valori del p-value del test di correlazione indicano una correlazione significativa.

Figura 4.20: Settore Manifatturiero e Servizi, andamento del D/E



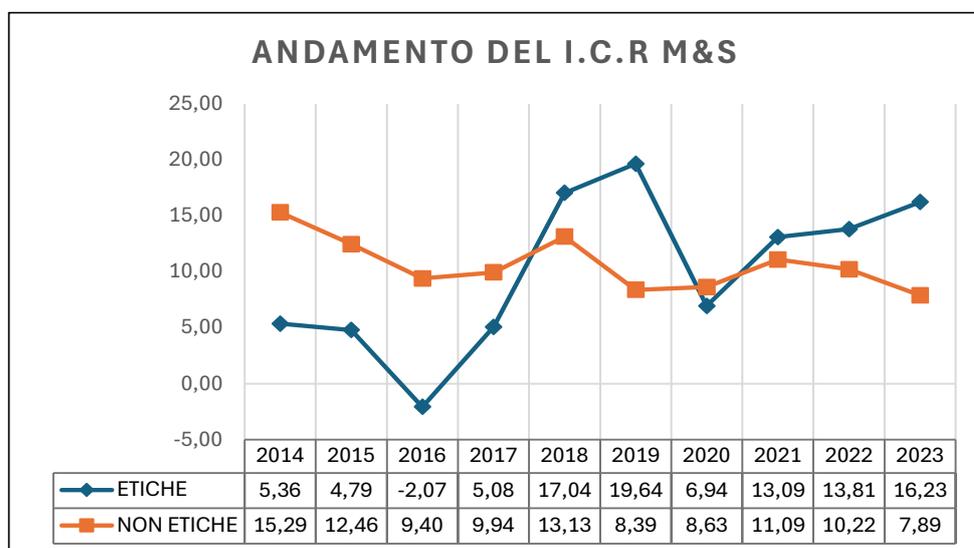
	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
D/E medio	1	1,72	0,81	1,7
t-test (pv)	0,4%		0,06%	
Dev. st.	0,14	0,33	0,07	0,40
Coeff. corr.	-0,33 (pv=0,3%)		-0,35 (pv=1%)	

Fonte: elaborazioni personali

Infine, la figura 4.21 è relativa allo studio dell'Interest Coverage Ratio (ICR). Il grafico mostra un andamento molto più variabile per quanto riguarda le aziende etiche, ed anche in questo caso un'inversione di tendenza tra i due periodi

considerati. I dati suggeriscono una maggiore capacità del gruppo etico di ripagare i propri interessi sul debito nel periodo post-crisi, seppur le differenze rimangano non rilevanti e i coefficienti di correlazione poco significativi.

Figura 4.21: Settore Manifatturiero e Servizi, andamento del I.C.R

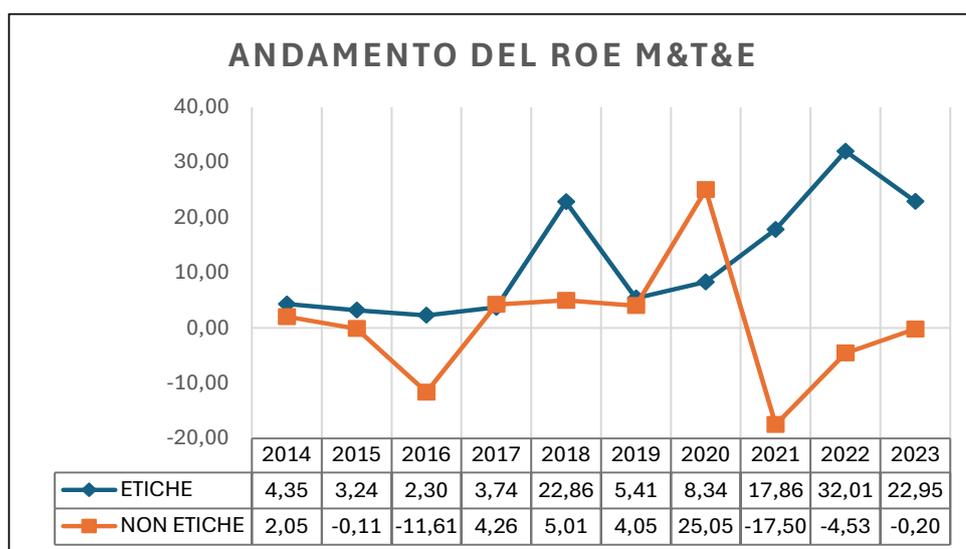


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
I.C.R medio	6,67	11,52	15,31	9,42
t-test (pv)	11%		11%	
Dev. st.	8,29	2,63	3,95	1,46
Coeff. corr.	-0,12 (pv=30%)		0,1 (pv=50%)	

Fonte: elaborazioni personali

Si passa ora all'analisi del settore *MEDIA, TELECOMUNICAZIONI ED INTRATTENIMENTO*, che è anche il settore meno rappresentativo dato il basso numero di realtà che lo compongono. In questo caso le aziende etiche presentano un ROE medio maggiore rispetto ai competitors non etici, soprattutto nel periodo 2020-2023, e dovuto in parte al forte calo subito nel 2021 da parte del gruppo non etico. A differenza di ciò che accade negli altri settori, questo presenta sempre un indice di correlazione positivo tra ROE e rating etico, seppur non significativo.

Figura 4.22: Settore Media, TLC ed Entertainment, andamento del ROE

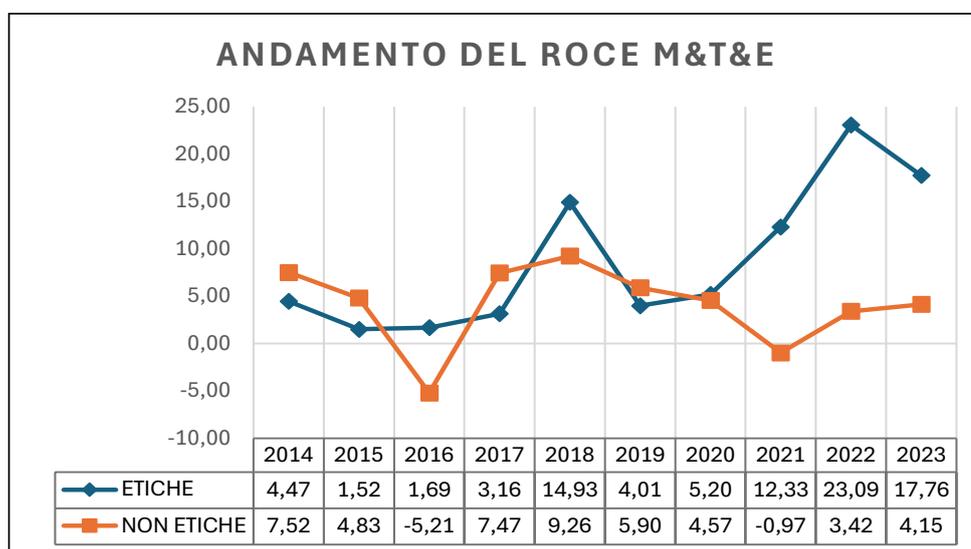


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROE medio	6,61 %	1,48 %	20,29 %	-2,77 %
t-test (pv)	18%		3,4%	
Dev. st.	7,85	6,27	9,89	17,81
Coeff. corr.	0,30 (pv=24%)		0,59 (pv=5,5%)	

Fonte: elaborazioni personali

Considerazioni simili possono essere fatte analizzando il ROCE. La media e la deviazione standard risultano identiche tra il 2014 ed il 2019, ma il gruppo etico presenta un miglioramento importante nel periodo post-crisi che porta la differenza tra le medie a diventare significativa e il coefficiente di correlazione ad un valore di 0,77 nello spaccato 2020-2023, con un p-value dello 0,5%.

Figura 4.23: Settore Media, TLC ed Entertainment, andamento del ROCE

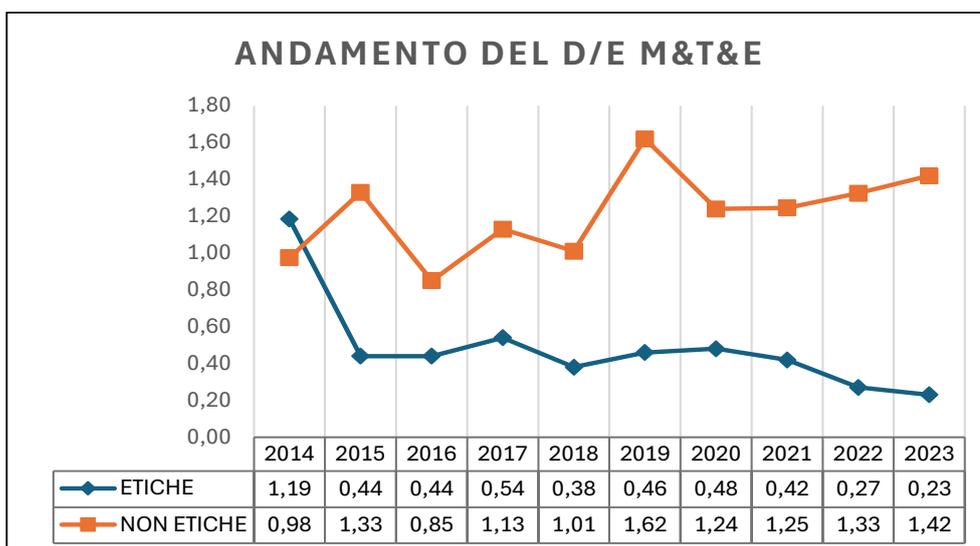


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROCE medio	4,89 %	5,88 %	14,60 %	2,54 %
t-test (pv)	71%		4,3%	
Dev. st.	5,03	5,21	7,65	2,25
Coeff. corr.	-0,14 (pv=59%)		0,77 (pv=0,5%)	

Fonte: elaborazioni personali

Le aziende non etiche presentano un valore medio del D/E superiore, ma nel caso di questo settore la differenza sembra aumentare con il passare del tempo e diventa rilevante nel secondo periodo analizzato. Il coefficiente di correlazione è pari a -0,89 nel periodo 2020-2023, e richiama una forte relazione negativa tra rating etico e propensione al finanziamento con capitale di terzi.

Figura 4.24: Settore Media, TLC ed Entertainment, andamento del D/E

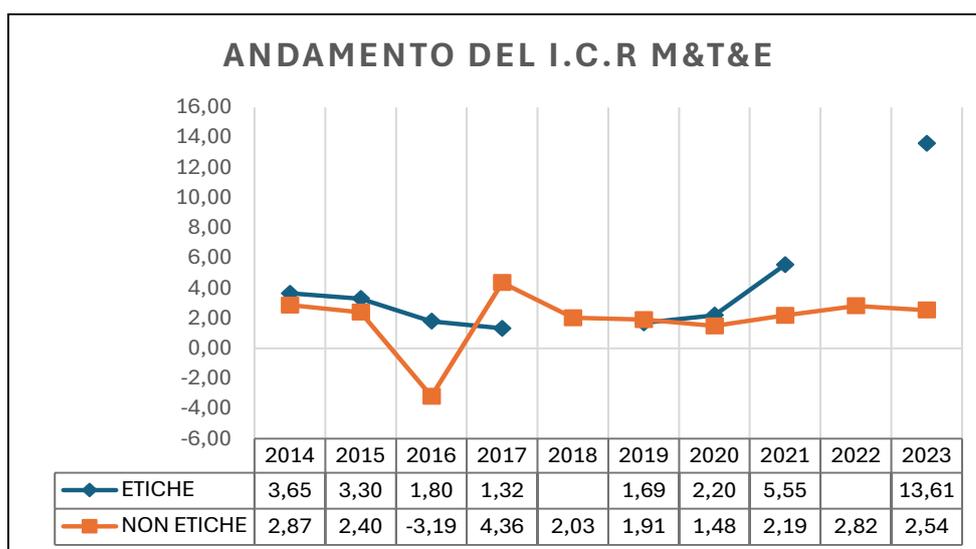


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
D/E medio	0,66	1,13	0,35	1,32
t-test (pv)	8,6%		0,009%	
Dev. st.	0,30	0,28	0,12	0,08
Coeff. corr.	-0,32 (pv=21%)		-0,89 (pv=0,02%)	

Fonte: elaborazioni personali

Diversamente dagli altri settori, le aziende etiche sembrano avere una maggiore capacità di ripagare i propri interessi sul debito. Queste presentano infatti un ICR medio superiore in entrambi i frangenti temporali e un coefficiente di correlazione positivo nel periodo successivo alla crisi. Detto questo, i test fatti non rilevano significatività statistica. In questa circostanza, purtroppo, il basso livello di rappresentatività del settore ha fatto sì che ci fossero dei dati mancanti, e che i risultati riscontrati siano quindi scarsamente rilevanti.

Figura 4.25: Settore Media, TLC ed Entertainment, andamento del I.C.R



	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
I.C.R medio	2,56	2,2	7,12	2,36
t-test (pv)	72%		29%	
Dev. st.	1,05	2,57	5,86	0,58
Coeff. corr.	0,04 (pv=89%)		0,61 (pv=6%)	

Fonte: elaborazioni personali

Si passa ora all'analisi dell'ultimo settore, ovvero quello BANCARIO E FINANZIARIO. Come accennato nel paragrafo precedente, la particolarità delle società che appartengono a tale settore fa sì che non sia stato possibile utilizzare gli stessi indicatori di performance impiegati fino ad ora (ad eccezione per il ROE), ma necessita di indici differenti, maggiormente efficaci nel rappresentare i risultati economici e finanziari di tali realtà. Le aree gestionali analizzate sono:

- Redditività;
- Adeguatezza patrimoniale;
- Liquidità.

Per l'analisi di redditività vengono utilizzati due indicatori, il ROE e il *Return on Assets* (ROA), calcolato come:

$$ROA (\%) = \text{Utile (o perdita) netto} / \text{Totale Attivo}$$

Il ROA, espresso in percentuale, è un indicatore che misura la redditività di un'impresa in relazione alle risorse usate per svolgere la sua attività. Così come il ROE e il ROCE, anche il ROA è un indice che assume significato quando viene usato per fare confronti nel tempo, cioè con i valori registrati in esercizi differenti, e nello spazio, ovvero rispetto a realtà operanti nel medesimo settore.

Per la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale, l'indice scelto è:

Patrimonio Netto / Totale Attivo (%)

utile per valutare quanto una società è patrimonializzata. Più tale rapporto è vicino allo zero, più la società finanzia le proprie attività attraverso il debito. Al contrario, più si avvicina all'unità, più la società risulta solida perché finanzia la maggior parte dei propri investimenti attraverso mezzi propri.

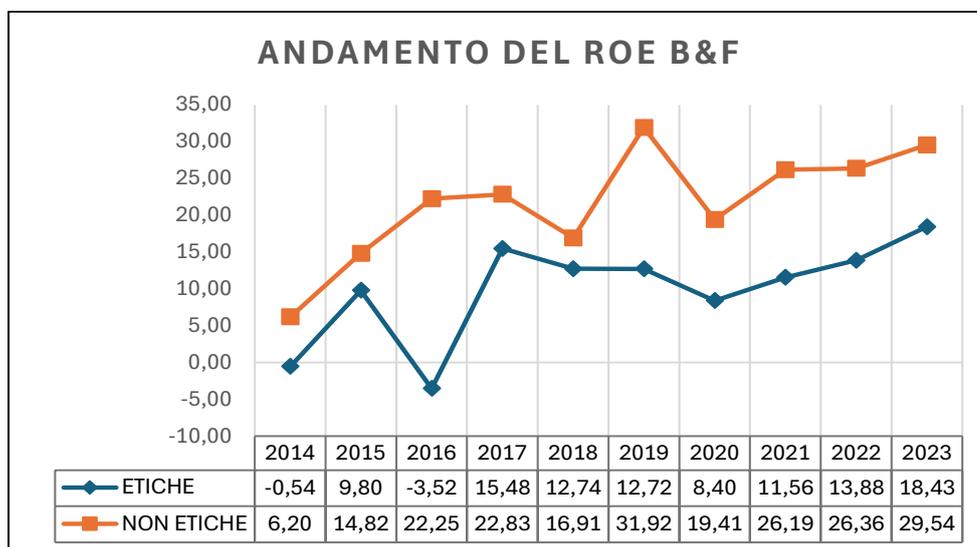
Infine, per l'area della liquidità, si utilizza:

Disponibilità Liquide / Totale Depositi e Indebitamento (%)

Valori maggiori dell'indice sono sinonimo di una maggiore capacità dell'impresa di essere solvibile nei confronti dei depositanti o dei creditori.

Le considerazioni riguardanti il settore Bancario e Finanziario non sono molto dissimili a quelle fatte per gli altri settori. Le imprese non etiche mostrano, nei periodi considerati, valori del ROE nettamente superiori rispetto a quelli dei competitors etici, come è possibile notare in figura 4.26 (la discrepanza maggiore è registrata nel 2016). Non stupisce che il coefficiente di correlazione sia sempre negativo. Tolti gli anni 2016 e 2021, l'andamento è inoltre molto simile per i due gruppi di società.

Figura 4.26: Settore Bancario e Finanziario, andamento del ROE

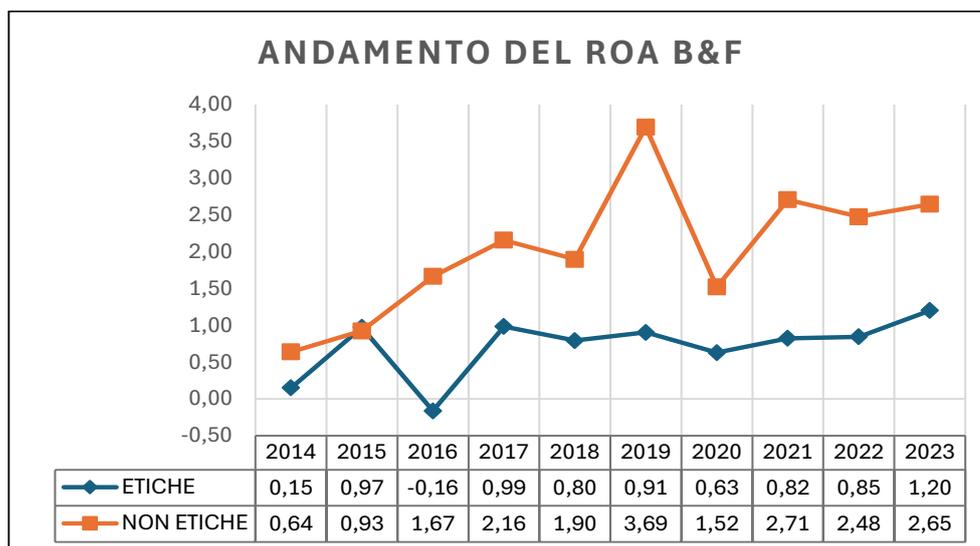


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROE medio	8,23 %	21,1 %	13,27 %	24,51 %
t-test (pv)	0,3%		3,9%	
Dev. st.	7,86	8,69	4,22	4,26
Coeff. corr.	-0,36 (pv=0,6%)		-0,18 (pv=25%)	

Fonte: elaborazioni personali

Riflessioni analoghe possono essere fatte analizzando il ROA. Il gruppo non etico presenta anche in questo caso valori medi superiori, anche se la differenza tra i due gruppi è significativa solo nel primo periodo. I bassi valori del p-value del test di correlazione indicano inoltre una correlazione significativa.

Figura 4.27: Settore Bancario e Finanziario, andamento del ROA

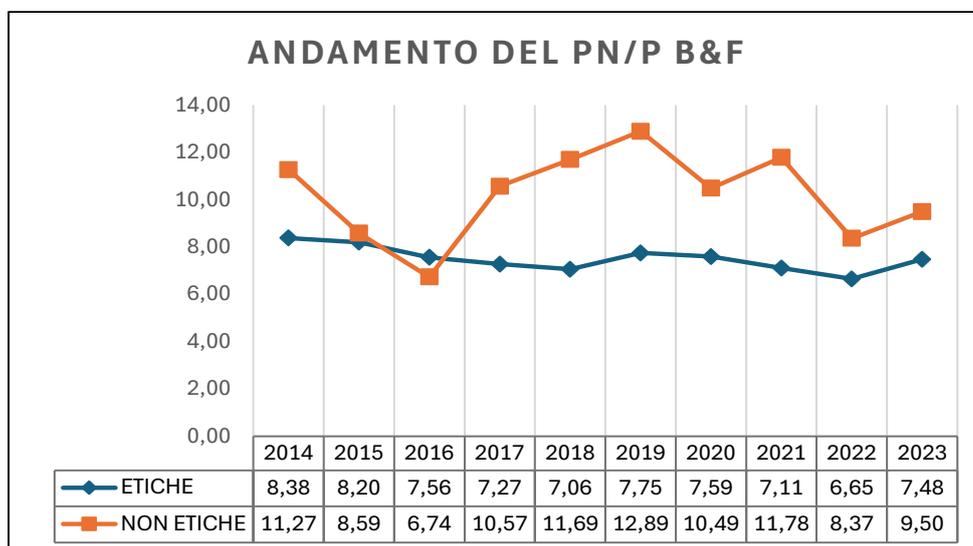


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
ROA medio	0,62 %	2,07 %	0,89 %	2,26 %
t-test (pv)	0,5%		5,9%	
Dev. st.	0,49	1,08	0,24	0,55
Coeff. corr.	-0,41 (pv=0,2%)		-0,31 (pv=4,7%)	

Fonte: elaborazioni personali

Per ciò che concerne l'adeguatezza patrimoniale, il gruppo etico appare essere quello che, in media, finanzia maggiormente i propri investimenti tramite capitale di terzi, anche se le differenze non sono rilevanti. Dalla figura 4.28 è possibile notare un assottigliamento di tale discrepanza negli ultimi 2 anni rispetto al periodo precedente. Anche in questo caso la relazione tra indicatore e rating etico può essere considerata significativa.

Figura 4.28: Settore Bancario e Finanziario, andamento del PN/A

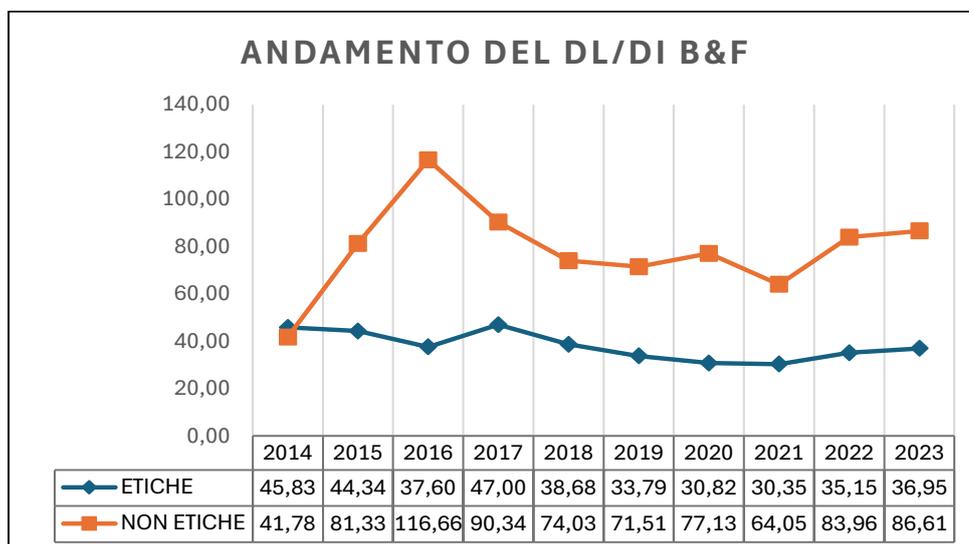


	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
PN/A medio	7,65 %	10,53 %	7,20 %	10,40 %
t-test (pv)	14%		21%	
Dev. st.	0,51	2,25	0,43	1,45
Coeff. corr.	-0,28 (pv=3,5%)		-0,44 (pv=0,36%)	

Fonte: elaborazioni personali

Per ultimo, anche da un punto di vista di liquidità il gruppo non etico mostra risultati migliori. Il rapporto Disponibilità liquide / Totale depositi e indebitamento è in media più alto sia nel periodo 2014-2019 che nel periodo 2020-2023. Il coefficiente di correlazione sembra suggerire una relazione negativa tra il livello di solvibilità degli istituti finanziari e il rating etico.

Figura 4.29: Settore Bancario e Finanziario, andamento del DL/DI



	2014 - 2019		2020 - 2023	
	ETICHE	NON ETICHE	ETICHE	NON ETICHE
DL/DI medio	41,10 %	81,81 %	34 %	75,49 %
t-test (pv)	0,08%		0,09%	
Dev. st.	5,27	24,57	3,25	10,08
Coeff. corr.	-0,55 (pv=0,001%)		-0,59 (pv=0,004%)	

Fonte: elaborazioni personali

A questo punto, per una questione di completezza informativa, vengono proposti i medesimi test a livello aggregato, ovvero unendo i diversi settori (ad eccezione di quello Bancario e Finanziario).

I risultati vengono riportati in tabella 4.6.

Tabella 4.6: Test a livello aggregato

Indicatore	Indice di correlazione		t-test (pv)	
	2014-2019	2020-2023	2014-2019	2020-2023
ROE	-0,21 (pv=1,1%)	0,03 (pv=75%)	0,005%	97%
ROCE	-0,17 (pv=4%)	0,09 (pv=35%)	0,6%	13%
D/E	-0,25 (pv=0,03%)	-0,11 (pv=28%)	0,5%	13%
ICR	-0,18 (pv=3,8%)	-0,05 (pv=61%)	0,07%	95%

Fonte: elaborazioni personali

Svolgendo un'analisi a livello aggregato, il livello di correlazione tra le variabili ed il rating etico risulta essere debolmente negativo nel periodo 2014-2019, a sostegno dell'idea secondo cui a maggiori livelli di eticità non corrispondono necessariamente migliori performance economiche. L'unica eccezione è rappresentata dal gearing ratio (D/E). In questo caso, il valore di -0,25 con p-value dello 0,03% lascia desumere che, tendenzialmente, un rating etico maggiore è sinonimo di un minor ricorso al debito. Si noti come nel periodo 2020-2023 tutte le correlazioni, partendo da valori negativi, si avvicinano al valore nullo, e il t-test individua delle differenze significative solo nel periodo 2014-2019. Questi risultati lasciano intendere che, almeno in parte, le imprese etiche siano riuscite ad

attraversare i momenti di crisi con minori perdite di performance rispetto a quelle meno etiche, riuscendo così ad avvicinarsi ai risultati di queste ultime.

4.2.2 Riflessioni conclusive

Il fine della ricerca proposta era quello di verificare se, nel contesto delle imprese italiane, la scelta di abbracciare i valori proposti dalla finanza etica possa avere risvolti positivi anche sui risultati economici e finanziari delle stesse. Ebbene, l'evidenza empirica non sembra confermare tale tesi. I dati suggeriscono che non vi è un solo risultato, ma ce ne sono tanti. In primo luogo, dai test t è possibile osservare come il più delle volte i due gruppi presentano delle differenze non rilevanti da un punto di vista statistico. In secondo luogo, ciò che si evince è che la correlazione, in molti casi, non esiste affatto, oppure quando esiste risulta debolmente negativa. In particolare, prendendo ad esame il periodo che va dal 2014 al 2019, le aziende più etiche sono quelle che in media mostrano livelli di ROE inferiori. Il settore Media, TLC ed Entertainment (d'ora in poi MTE) rappresenta l'unica eccezione, avendo un coefficiente positivo, ma essendo tale settore quello meno rappresentativo, la correlazione risulta comunque non significativa. Sembra non esserci correlazione tra ROCE e rating etico, ed anche per ciò che concerne l'ICR l'indice è quasi sempre vicino allo zero o negativo, e in ogni caso quasi mai significativo. L'andamento del D/E risulta diametralmente opposto. La correlazione è negativa in tutti i settori, il che significa che normalmente le aziende non etiche

fanno un maggior ricorso al debito. Questo è particolarmente vero per il settore Manifatturiero e Servizi, per il quale sia il test t che il test di correlazione restituiscono valori significativi in entrambi i periodi. Ad ogni modo, è giusto sottolineare che i valori medi dell'indicatore sono sempre inferiori a 2, e quindi sinonimo di una situazione comunque positiva e poco rischiosa. Anche nel settore Bancario e Finanziario le imprese meno etiche risultano essere quelle con risultati economici migliori. La correlazione è infatti negativa rispetto ai livelli di redditività, liquidità e solidità patrimoniale. Per quest'ultimo indicatore, però, le differenze non sono rilevanti.

In alcuni frangenti la situazione si capovolge quando l'analisi riguarda lo spaccato temporale tra il 2020 e il 2023. In questi casi i valori del coefficiente aumentano e si avvicinano allo 0, ma il fatto che tale situazione non si presenti con abbastanza frequenza non permette di dire quale gruppo sia quello più capace di attraversare i momenti critici.

L'analisi svolta non è esente da limiti. Innanzitutto, il campione considerato di 52 aziende risulta di grandezza esigua rispetto al totale delle imprese nazionali. La scelta di utilizzare i rating emessi da Standard Ethics, oltre alle motivazioni proposte nel capitolo precedente, punta a fornire una valutazione di eticità che sia la più omogenea possibile e quindi adatta come criterio di paragone. Di contro, l'agenzia emette valutazioni di facile consultazione solo a favore delle società che

fanno parte dell'indice FTSE MIB, e questo ha, per ovvie ragioni, ridotto la numerosità del campione.

Un ulteriore limite è dato dal fatto che parte delle aziende, cambiando rating con il passare degli anni, possano passare dal gruppo etico a quello non etico e viceversa. Questo comporta la possibilità che i valori mutino senza una reale variazione delle performance, ma semplicemente per lo spostamento da un gruppo all'altro.

Infine, è necessario rimarcare lo scarso livello di rappresentatività del settore MTE, composto da un numero molto ristretto di aziende, e i cui risultati devono essere presi con cautela.

CONCLUSIONI

La letteratura scientifica non è ancora giunta ad una conclusione unanime circa i reali benefici degli SRI rispetto agli investimenti tradizionali. Diversi studi sostengono che non ci sia una differenza di performance significativa tra fondi etici e fondi tradizionali, altri individuano rendimenti migliori mentre altri ancora rilevano una relazione negativa tra fattori di sostenibilità e risultati economici-finanziari. Nonostante tali discordanze, il numero di imprese e di fondi comuni che decidono di adottare criteri etici è in costante aumento. Tale incremento identifica un cambiamento nel comportamento degli agenti economici, non più guidati esclusivamente dal profitto ma anche da obiettivi più nobili.

Quello di eticità è un concetto che ingloba la finanza sostenibile, ma che si spinge ben oltre quest'ultima. Come evidenziato all'interno dell'elaborato, la finanza etica ricerca una vera e propria trasformazione sociale e utilizza canoni più stringenti nella valutazione dei progetti meritevoli, dato che pone i propri principi in una posizione prioritaria rispetto al conseguimento di utili.

Negli anni si sono sviluppati diversi strumenti, come il rating etico, capaci di sintetizzare l'impegno delle aziende in tale ambito. Questi sono emessi su base volontaria da agenzie indipendenti e valutano le società sulla base di criteri extra-finanziari.

Questo studio nasce con l'intento di verificare se, a livello nazionale, le imprese che ottengono i migliori punteggi etici sono anche quelle che realizzano performance economiche superiori, così da capire se esista o meno un incentivo di questo tipo oltre alla sola volontà di perseguire scopi di natura socio-ambientale.

Per quanto non esente da limiti, la ricerca dimostra che, tendenzialmente, tali vantaggi economici intrinseci non esistono. Analizzando le società che compongono l'indice FTSE MIB, ciò che ne scaturisce è uno scenario frastagliato che propone risultati differenti in base al settore analizzato e al periodo di riferimento. Ci sono realtà che presentano indicatori economici elevati e che ottengono allo stesso tempo delle valutazioni positive, così come esistono aziende con valori negativi in entrambi i sensi e altre che rappresentano una via di mezzo. È possibile notare che, in media, le differenze tra le aziende etiche e quelle non etiche non sono significative, mentre la correlazione tra risultati economici-finanziari e rating etico è spesso nulla o tendente a valori negativi (con poche eccezioni). Ciò che emerge dallo studio è che in momenti di forte crisi a livello macroeconomico, come è stato il periodo tra il 2020 e il 2023, alcune aziende etiche appaiono come quelle più stabili, ovvero in grado di attraversare tali periodi con perdite minori. Allo stesso tempo, si precisa che tale pattern non si presenta con abbastanza frequenza, e risulta quindi impossibile affermare una migliore capacità delle aziende etiche di superare i periodi di crisi.

In conclusione, si ribadisce l'importanza di adottare le politiche e i criteri tipici della finanza etica per l'impatto positivo che questi hanno nella società, a prescindere dalla mera convenienza economica.

BIBLIOGRAFIA

Armendàriz B, Morduch J, 2010, “The economics of microneance (2nd edition)”,
The MIT Press.

Associazione Finanza Etica, 1998, “Il manifesto della finanza etica”.

Assolombarda, 2022, “Linee guida per l’applicazione della Tassonomia in
azienda”.

Banca Centrale Europea, 2020, “Guida sui rischi climatici e ambientali”.

Banca d’Italia, 1° settembre 1993, “Testo Unico Bancario”, decreto legislativo n.
385.

Banca d’Italia, 2006, “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”.

Banca d’Italia, 2021, “L’impatto del processo di attuazione dell’Action Plan sulla
Finanza sostenibile”.

Banca Etica, 2021, “Finanza Etica, molto più che sostenibile”

Banca Etica, 2023, “Cos’è la finanza etica e perché è ben più che sostenibile?”

Banca Popolare Etica, 2023, “Report di impatto”.

Banerjee A, Duflo E, Glennerster R, Kinnan C, 2015, “The Miracle of
Microfinance? Evidence from a Randomized Evaluation”, American Economic
Journal: Applied Economics.

Banerjee A, Karlan D, Zinman J, 2015, “Six Randomized Evaluations of Microcredit: Introduction and Further Steps”, American Economic Journal: Applied Economics.

Baranes A, 2012, “Finanza per indignati”, Ponte alle Grazie.

Baselli V, 2023, “Indici etici, ce n'è per tutti i gusti”.

Bauer R, Koedijk K, Otten R, 2005, “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style”, Journal of Banking & Finance.

Bellini M, 2023, “ESG Rating Agency: la sfida di misurare la sostenibilità”, ESG360.

Borsa Italiana, 2007, “Che cos'è il Rating Etico?”.

Camera dei deputati, “I Fondi europei per la politica di coesione 2021-2027”.

Commissione Europea, 2021, “Sustainable Finance Package”.

De Guindos L., 2021, “Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test”.

Dittrich F, 2007, “The Credit Rating Industry: Competition and Regulation”.

Eurosif, 2018, “European SRI Study”.

Eurostat, 2023, “Flash PPPs and GDP estimates for 2022”.

Ferri G, Punziana L, 2012, “Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico”.

Fondazione finanza etica, 2022, “Inclusione Finanziaria e Microcredito”.

Fondazione finanza etica, 2023, “La finanza etica in Europa”.

Forum per la finanza sostenibile, 2017, “Impact Investing: la finanza a supporto dell’impatto socio-ambientale”.

Forum per la Finanza Sostenibile, 2018, “Investimento sostenibile nelle aree emergenti”.

Franceschi A, 2018, “Da Fitch a S&P, perché il giudizio delle agenzie di rating è decisivo”, Il Sole 24 Ore.

Fransen L, del Bufalo G, Reviglio E, 2018, “Boosting Investment in Social Infrastructure in Europe”, Commissione Europea

Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, 2019, “Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo e del Consiglio”.

Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea, 2023, “Regolamento delegato (UE) 2023/2486 della Commissione”.

Granata E, 2012, “I conflitti di interesse nell’attività delle agenzie di rating”, Federazione Banche Assicurazioni e Finanza.

GSIA, 2022, “Global Sustainable Investment Review”.

Hamilton S, Jo H, Statman M, (1993), “Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*.

Hartzmark S, Sussman A, (2019), “Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows”, *The Journal of Finance*.

Henke M, 2016, “The effect of social screening on bond mutual fund performance”, *Journal of Banking & Finance*.

Hornuf L, Yüksel G, 2023, “The performance of socially responsible investments: A meta-analysis”, CESifo Working Paper No. 9724.

Hossain M, Enam F, Hasan M, 2017, “The Role of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Practices in Organizational Excellence: The Case of Grameen Bank”, *Open Journal of Business and Management*.

Inhousecommunity, 2020, “La reputation aziendale? Per i manager è il 63% del valore di mercato”.

Kreander N, Gray R, Power D.M, Sinclair C.D., (2005), “Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis”, *Journal of Business Finance & Accounting*.

- Lentini A, 2022, “Finanza etica, l’ossimoro che funziona”, Le Nius.
- Markowitz H, (1952), “Portfolio selection”, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pag. 77-91.
- Marquis C, W. Toffel M, 2012, “When Do Firms Greenwash? Corporate Visibility, Civil Society Scrutiny, and Environmental Disclosure”, Harvard Environmental Economics Program.
- Meggiolaro M, 2012, “Dietro le agenzie di rating gli interessi della finanza mondiale”, Il Fatto Quotidiano.
- Modefinance, 2023, “Rischio climatico-ambientale: cos’è che stiamo rischiando veramente?”.
- Moody’s Investors Service, 2023, “Rating Symbols and Definitions”.
- Nazioni Unite, 1987, “Our Common Future”.
- Nofsinger J, Varma A, 2014, “Socially responsible funds and market crises”, Journal of Banking & Finance.
- Ong M, 2002, “Credit Ratings: Methodologies, Rationale and Default Risk”, Risk Publications.
- Orlitzky M, Schmidt F, Rynes S, 2003, “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis”, Sage Journals.

Paganin M, 2008, “Basilea 2. Le variabili rilevanti nel rating esterno. Un’applicazione alle imprese italiane”, Le Fonti.

Panara M, 2022, “Breve storia del greenwashing”, la Repubblica.

Pàstor L, Stambaugh R, Taylor L, 2019, “Sustainable Investing in Equilibrium”, Chicago Booth Research Paper No. 20-12.

Pezzani F, 2011, “Agenzie in declino”.

PWC, “Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG”.

Ravelli C, Viviani J, (2015), “Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis”, Business Ethics a European Review.

Renneboog L, Horst J, Zhang C, 2008, “The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds”, Journal of Corporate Finance.

Renneboog L, Horst J, Zhang Ch, 2007, “Socially Responsible Investments: Methodology, Risk Exposure and Performance”, ECGI - Finance Working Paper No. 175/2007.

Research and Markets, 2023, "Global Microfinance Strategic Market Report 2023-2030: How Microfinance Can Live Up to Expectations & Unlock a Promising Narrative?".

Rubeo L, Corsi S, 2020, "Rischio reputazionale, cos'è, come gestirlo".

Rudi Floreani, "Rischio reputazionale".

Standard Ethics, "Complying with the Future".

Standard Ethics, 2020, "Guide to Standard Ethics Rating Essential".

Statman M, (2000), "Socially Responsible Mutual Funds", Financial Analysts Journal.

Statman M, 2007, "Socially responsible investments".

Tippet J, (2001), "Performance of Australia's Ethical Funds", Australian Economic Review.

Villano D, 2017, "Come è nata e cos'è la finanza etica", Italia che cambia.

Volpi A, 2023, "Gli interessi sul rating: chi ha in mano Moody's, Standard & Poor's e Fitch", Altraeconomia.

Watson B, 2016, "The troubling evolution of corporate greenwashing", The Guardian.

Yunus M, 2003, “Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle Against World Poverty”.

SITOGRAFIA

<https://altreconomia.it/>

https://commission.europa.eu/index_en

https://commission.europa.eu/index_it

<https://ec.europa.eu/eurostat>

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

<https://inhousecommunity.it/>

<https://temi.camera.it/leg19DIL/>

<https://unglobalcompact.org/>

<https://www.assolombarda.it/>

<https://www.bancaetica.it/>

<https://www.bancaetica.it/>

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/home/html/index.it.html>

<https://www.consilium.europa.eu/it/>

<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

<https://www.esg360.it/>

<https://www.esma.europa.eu/>

<https://www.eurosif.org/>

<https://www.fairtrade.it/>

<https://www.fitchratings.com/>

<https://www.gsi-alliance.org/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://www.italiachecambia.org/>

<https://www.lenius.it/>

<https://www.modefinance.com/it>

<https://www.moodys.com/>

<https://www.morningstar.it/it/>

<https://www.repubblica.it/>

<https://www.researchandmarkets.com/>

<https://www.riskmanagement360.it/>

<https://www.spglobal.com/en/>

<https://www.spglobal.com/ratings/en/index>

<https://www.standardethics.eu/>

<https://www.theguardian.com/europe>

<https://www.theinnovationgroup.it/?lang=it>

<https://www.treccani.it/>

<https://www.wallstreetitalia.com/trend/esg/>