

Secondo rapporto



LA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE IN EUROPA



Una pubblicazione di

fondazione
finanzaetica

fundación
finanzaséticas
activismo y economía crítica

**Matteo Cavallito
Emanuele Isonio
Mauro Meggiolaro**

prefazione
Andrea Baranes

LA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE IN EUROPA

Secondo rapporto



Una pubblicazione di

 fondazione
finanzaetica

 fundación
finanzaséticas
activismo y economía crítica

Matteo Cavallito
Emanuele Isonio
Mauro Meggiolaro

prefazione

Andrea Baranes

RINGRAZIAMENTI

La raccolta e sistematizzazione di tutti i dati sulle banche etiche e sostenibili e le banche sistemiche e il calcolo degli indici di bilancio e dei trend di crescita sono stati effettuati con la collaborazione di Leone Di Stefano. Si ringrazia infine Federica Masut di Gabv per aver gentilmente messo a disposizione i dati sulle banche etiche aderenti alla Global Alliance for Banking on Values.

PREFAZIONE

Il secondo rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa esce nel decennale del fallimento della Lehman Brothers, emblema della peggiore crisi finanziaria della storia recente. Una crisi che dagli USA contagiò rapidamente l'intero pianeta, e l'Europa in particolare. Nei mesi successivi, politici e istituzioni dichiararono il proprio impegno per cambiare rotta, per nuove regole e per chiudere una volta per tutte il casinò finanziario.

Cosa è rimasto oggi di tali promesse? Di fatto la montagna non ha partorito nemmeno il proverbiale topolino. Le attività più opache e rischiose non sono state intaccate e la finanza si caratterizza sempre più per orizzonti di brevissimo termine. Ancora peggio, gran parte delle normative introdotte riguardano le banche e l'erogazione del credito. Poco o nulla per contrastare la speculazione o regolamentare il sistema bancario ombra. Un paradossale incentivo a spostare lì i propri capitali.

In Europa non si è riusciti ad approvare nemmeno le regole proposte dalle stesse istituzioni. Per fare un esempio, all'indomani della crisi, l'UE chiese a un gruppo di esperti, guidati dal governatore della Banca Centrale finlandese Liikanen, quali fossero le principali riforme da intraprendere per evitare il ripetersi di un disastro analogo. Al primo posto del rapporto troviamo la separazione tra banche commerciali e di investimento. Parte il lavoro, ma proposte di legislazione in materia rimangono impantanate per anni tra veti incrociati e gruppi di studio, finché lo scorso anno la stessa UE che aveva commissionato lo studio dichiara di abbandonare la proposta. Un discorso simile potrebbe ripetersi per una tassa sulle transazioni finanziarie, malgrado il voto favorevole del Parlamento UE e la bozza di Direttiva pubblicata dalla Commissione europea.

Inoltre, oggi le lobby rialzano la testa e spingono per una nuova stagione di deregolamentazione. Esasperando il mito della competitività a ogni costo e malgrado l'evidenza del recente passato, si ricomincia a sostenere che unicamente una finanza libera dai lacci e laccioli delle regole e banche sempre più "too big to fail" potranno sostenere l'economia. Tutto questo mentre anche istituzioni internazionali come il FMI o l'OCSE lanciano allarmi sulla possibilità di una nuova crisi finanziaria.

In questo quadro a dir poco preoccupante c'è un segnale positivo in arrivo dall'UE: l'impegno per definire e inquadrare la finanza sostenibile. Se tale lavoro è più che benvenuto, anche per-

Andrea Baranes

Presidente
della Fondazione
Finanza Etica

**Nonostante
le promesse,
a 10 anni dallo
scoppio della
crisi poco o nulla
è stato fatto
per contrastare
la speculazione**

L'impegno Ue
per inquadrare
la finanza
sostenibile
è positivo.
Ma limitarsi alla
sola sfera
ambientale
rischia
di inglobare
nel settore
anche attività
speculative

ché implicitamente viene riconosciuta l'insostenibilità di buona parte dell'attuale sistema finanziario, è però necessario andarne a vedere nel dettaglio i contenuti.

L'approccio seguito dalle istituzioni europee identifica infatti la sostenibilità quasi solo con la dimensione ambientale, o in maniera ancora più ridotta con i soli cambiamenti climatici. Si tratta di un aspetto tanto urgente quanto importante, ma che rappresenta unicamente un parte degli impatti che può avere il mondo finanziario. La dimensione sociale è altrettanto rilevante, così come la governance delle stesse imprese finanziarie.

Prima ancora, e proprio alla luce dei disastri degli scorsi anni, è difficile comprendere come nelle attuali proposte sulla finanza sostenibile in discussione in Europa possa essere del tutto assente il tema della speculazione. Nessun riferimento agli orizzonti di brevissimo termine della finanza, nulla sui paradisi fiscali, nulla sui prodotti più rischiosi che circolano sui mercati finanziari. E l'elenco potrebbe continuare.

Un'operazione ad alta leva finanziaria di vendita allo scoperto di un derivato su un prodotto sintetico realizzata con un algoritmo ad alta velocità da un trader registrato in un paradiso fiscale, di fatto non ha nessun tipo di impatto sul clima. Possiamo quindi tranquillamente parlare di "finanza sostenibile"? È una provocazione, ma fino a un certo punto, se si leggono i documenti oggi in discussione nella UE.

Il problema non riguarda solo le proposte di normativa. Quante banche che oggi sbandierano la propria responsabilità e sostenibilità continuano a spostare i propri profitti nei paradisi fiscali? Quante realizzano tali profitti in massima parte tramite attività speculative e non fornendo capitali all'economia reale?

Proprio alla luce della visibilità che oggi ha la finanza sostenibile, diventa allora più importante che mai studiare e analizzare il fenomeno, capirlo anche per mettere dei paletti e per cogliere le fondamentali differenze tra alcune proposte e altre.

È quello che cerca di fare questo secondo rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa, mettendo a confronto le principali esperienze di banche etiche e alternative con i gruppi di maggiore dimensione. Facendo un raffronto a dieci anni dallo scoppio della crisi, per mostrare i risultati non solo in termini sociali, ambientali o riguardo ai diritti umani, ma anche dal punto di vista economico. Perché se vogliamo evitare il ripetersi di quanto avvenuto dieci anni fa, abbiamo bisogno di una finanza che sia davvero "sostenibile". Dove gli impatti ambientali e sul clima sono una componente fondamentale, ma una componente in un discorso enormemente più ampio, un cui la sostenibilità viene considerata a 360 gradi. La speranza è che questo rapporto possa stimolare il dibattito e la ricerca in tale direzione.

INDICE

07	INTRODUZIONE MA QUALE BENEFICENZA!
11	PARTE PRIMA ETICHE O TRADIZIONALI DUE MODI DIVERSI DI ESSERE BANCA
13	CAPITOLO 1 <i>Un confronto tra due mondi</i>
27	CAPITOLO 2 <i>Finanza etica, 600 anni di storia</i>
43	PARTE SECONDA TUTTI I NUMERI DEL BOOM
45	CAPITOLO 1 <i>L'Europa che investe responsabile</i>
57	CAPITOLO 2 <i>Esclusioni, passione italiana</i>
61	PARTE TERZA DIECI ANNI PERSI
93	PARTE QUARTA POSSIAMO CHIAMARLI ETICI?
95	CAPITOLO 1 <i>Riscaldamento globale, il divest fa proseliti</i>
103	CAPITOLO 2 <i>Fondi e fossile: il caso italiano</i>

MA QUALE BENEFICENZA!

Per le banche etiche rendimenti tripli rispetto alle banche sistemiche

La crisi finanziaria di cui stiamo ancora scontando gli effetti è iniziata nell'estate del 2007 e ha avuto il suo picco simbolico con il crollo della banca d'affari USA Lehman Brothers, il 15 settembre del 2008. Da allora gli Stati europei hanno speso 654 miliardi di euro per salvare dal fallimento decine di banche che avevano investito nei famigerati mutui subprime, con l'illusione di spuntare rendimenti elevati in cambio di rischi apparentemente bassi, che si sono rivelati però altissimi. Ed ecco un primo dato di fatto: nei dieci anni che ci separano dal collasso di Lehman non è stato speso nemmeno un centesimo per salvare una qualsiasi delle 23 banche etiche e sostenibili presenti in Europa. I motivi di questa resistenza alla crisi li spieghiamo in questo secondo *Rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa*, che mette a confronto struttura, crescita e rendimenti delle banche etiche europee con quelli delle grandi banche sistemiche. Ancora una volta abbiamo fatto parlare i numeri.

Banche etiche battono banche sistemiche 3 a 0

Nella prima parte del Rapporto ci siamo spulciati bilanci, banche dati e serie storiche e siamo arrivati ad almeno tre conclusioni:

- 1) negli ultimi dieci anni (2007-2017) le banche etiche e sostenibili hanno reso oltre il triplo rispetto alle banche tradizionali, con una redditività media annua (in termini di ROE) del 3,98% contro l'1,23%. In effetti, fino al 2006/2007 le banche sistemiche hanno potuto godere di profitti drogati dalla speculazione e dall'indebitamento, ma poi la festa è finita e chi, come le banche etiche, non si è mai lasciato tentare dalla corsa a titoli esotici con promesse di guadagni mirabolanti, è stato premiato. Per dirlo con una metafora, le banche sistemiche hanno vinto i 100 metri ma le banche etiche continuano a vincere la maratona. D'altra parte, la maggior parte dei risparmiatori comuni è composta da maratoneti, che vogliono conservare il valore dei propri risparmi nel tempo, non da centometristi;

Matteo Cavallito
Emanuele Isonio
Mauro Meggiolaro

Il confronto tra i bilanci dimostra che le banche etiche hanno una redditività media annua del 3,98% contro l'1,23% delle banche tradizionali

Buone notizie anche per i fondi socialmente responsabili. I patrimoni investiti in fondi etici “best in class” sono saliti del 9% annuo e valgono ora 600 miliardi di euro

- 2) con la crisi, la crescita dei colossi bancari europei si è fermata o comunque è molto rallentata, mentre gli attivi, i depositi, i prestiti e il patrimonio netto delle banche etiche e sostenibili aumentano con percentuali intorno al 10% annuo. Solo per fare un esempio, dal 2007 al 2017, gli attivi (e quindi il totale di investimenti, crediti e liquidità) delle banche etiche sono cresciuti mediamente del 9,66% all'anno contro il -1% annuo delle banche sistemiche;
- 3) negli ultimi dieci anni la differenza strutturale tra banche etiche e banche sistemiche è rimasta pressoché costante. Siamo di fronte a due tipi di banche profondamente diversi: le etiche fanno le banche in modo classico, raccogliendo depositi e concedendo prestiti, mentre le sistemiche si dedicano molto di più ad altre attività (investimenti in titoli, servizi finanziari, ecc.). Nel 2017 la concessione di crediti rappresentava in media quasi il 77% delle attività totali per le banche etiche e sostenibili ma solo il 40,52% per le grandi banche sistemiche.

Fondi socialmente responsabili, crescita del 9% annuo

Nella seconda parte del Rapporto, che per la prima volta è pubblicato in co-produzione con la spagnola Fundación Finanzas Éticas, abbiamo invece aggiornato i numeri dei fondi socialmente responsabili: quelli che investono in azioni e obbligazioni di imprese quotate in borsa o in titoli di Stato, selezionati in base a una serie di criteri ambientali e sociali. Escludendo, per esempio, le armi o il gioco d'azzardo e promuovendo, invece, il design ambientale, la trasparenza fiscale, la riduzione delle emissioni di gas serra o le buone relazioni con i sindacati. Come vedrete, anche per questo comparto, i numeri sono in continua crescita. In Europa, dal 2015 al 2017, i patrimoni investiti in fondi etici “best in class” (quelli che adottano i criteri più rigorosi) sono saliti in media del 9% all'anno, sfiorando i 600 miliardi di euro. È sempre più diffuso anche l'azionariato attivo: un numero crescente di azionisti partecipano in modo critico alle assemblee delle imprese nelle quali investono, chiedendo informazioni dettagliate sulle strategie di sviluppo aziendali in tema di ambiente o diritti dei lavoratori. A questo proposito, il 2018 ha visto partire SfC - Shareholders for Change, una nuova rete europea di azionisti attivi, con oltre 22 miliardi di euro di patrimoni investiti, promossa, tra gli altri, da Fondazione Finanza Etica, Etica Sgr e Fundación Finanzas Éticas.

Disinvestimento dalle fossili a quota 7.200 miliardi

E se le banche etiche sono strutturalmente diverse rispetto alle banche sistemiche e si sono dimostrate anche più resistenti alla crisi, è ormai urgente che siano approvate normative, a livello nazionale e in Europa, che riconoscano e premino questa diversità. I progressi fatti su questo fronte sono documentati nella terza parte del Rapporto, dove analizziamo anche in modo dettagliato come sia cambiato il sistema finanziario a dieci anni dallo scoppio della crisi, quanto pesino ancora sulle decisioni politiche le lobby della finanza e quante occasioni di riforma si siano perse per strada negli ultimi anni, con il ritorno di un vento di restaurazione preoccupante su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Infine, nella quarta parte, approfondiamo un aspetto degli investimenti responsabili che sta diventando sempre più cruciale: la vendita di titoli di imprese del settore fossile (carbone, petrolio, gas) che accelerano i cambiamenti climatici con le loro emissioni di gas serra. Ormai sono oltre 1.000 a livello globale le banche, le fondazioni, gli ordini religiosi, le università, i comuni, le assicurazioni e i fondi pensione che si sono liberati, con varie modalità, dagli investimenti nel fossile, per un totale di quasi 7.200 miliardi di dollari. Una cifra enorme, pari a circa il 40% del prodotto interno lordo europeo. Nonostante il movimento Fossil Free (liberi dalle fossili) stia raccogliendo sempre nuovi aderenti e impegni di disinvestimento, esistono ancora fondi che si definiscono “etici” che si ostinano a investire nei tipi più sporchi e pericolosi di petrolio, come le sabbie bituminose o l'olio di scisto (shale oil). Sempre nella parte quarta abbiamo cercato di identificarne alcuni, fornendo anche, a tutti gli interessati, alcuni strumenti per individuarne altri e per fare le domande giuste alle banche o società finanziarie che ci propongano di investire in fondi etici.

Come avrete capito si tratta di un rapporto con molte facce e molti livelli di lettura. Scegliete quello che vi è più congeniale e fateci sapere se vi è piaciuto. Abbiamo cercato di renderlo il più possibile comprensibile, anche e soprattutto ai non addetti ai lavori. Se non ci siamo riusciti, fatecelo sapere senza timore e senza giri di parole: come dimostrano i numeri e le storie raccontate all'interno della ricerca, dopo dieci anni di occasioni perdute per una vera riforma del sistema finanziario, pensiamo che sia più che mai necessario iniziare a chiamare le cose con il loro nome.

Gli investimenti responsabili stanno diventando sempre più cruciali contro i cambiamenti climatici. Sarà importante monitorare le scelte legislative dell'Italia e della Ue affinché aiutino davvero la crescita del settore

ETICHE O TRADIZIONALI DUE MODI DIVERSI DI ESSERE BANCA

PARTE PRIMA

- | | |
|----|--|
| 13 | CAPITOLO 1 |
| | <i>Un confronto tra due mondi</i> |
| 27 | CAPITOLO 2 |
| | <i>Finanza etica, 600 anni di storia</i> |

GLOSSARIO

Le parole contenute nel glossario sono indicate in **MAIUSCOLO SOTTOLINEATO** la prima volta che vengono citate nel testo

ANTROPOSOFIA

Percorso spirituale e filosofico basato sugli insegnamenti dell'esoterista e teosofo austriaco Rudolf Steiner (1861-1925). L'antroposofia è alla base dell'agricoltura biodinamica, della medicina, dell'educazione Waldorf (scuole steineriane) e di una serie di banche etiche e sostenibili fondate in Europa a partire dagli anni Settanta del secolo scorso.

BANCHE SISTEMICHE

In inglese Global systemically important banks (G-SIBs). Si tratta di 30 banche a livello globale (13 nell'Unione Europea) che, a causa della loro dimensione, complessità e presenza internazionale, in caso di crisi o fallimento potrebbero causare gravi problemi a tutto il sistema finanziario ed economico. Per questo motivo, dal 2011, sono soggette a criteri di capitalizzazione più rigidi fissati dal Financial Stability Board per poter riassorbire eventuali perdite.

CONTO ECONOMICO

Il conto economico espone il risultato economico di un'impresa in un determinato anno (esercizio) attraverso la rappresentazione dei costi e degli oneri sostenuti, nonché dei ricavi e degli altri proventi conseguiti. Assieme allo stato patrimoniale è il principale documento contabile che costituisce il bilancio di esercizio di un'impresa.

DEVIATION STANDARD

È un modo per esprimere la dispersione dei dati intorno ad un indice di posizione, come per esempio la media aritmetica. In finanza la deviazione standard misura la volatilità (e quindi il grado di variabilità) dei dati (utili, rendimenti, ecc.).

NPL (NON PERFORMING LOANS)

Crediti deteriorati. Si tratta di crediti la cui riscossione da parte delle banche è diventata incerta. È una classe molto ampia di attività che comprende prestiti con

un diverso grado di deterioramento: dalle esposizioni scadute o sconfinanti deteriorate, alle inadempienze probabili fino ai crediti in sofferenza (la categoria più grave per un istituto bancario).

PATRIMONIO NETTO

Esprime la consistenza del patrimonio di proprietà dell'impresa. Si tratta delle cosiddette fonti di finanziamento interne, che provengono direttamente o indirettamente dal soggetto o dai soggetti che costituiscono e promuovono l'impresa: capitale sociale, riserve e utili di bilancio.

ROA (RETURN ON ASSETS)

È il rapporto tra l'utile netto e il totale dell'attivo ed è una misura della redditività delle attività di un'impresa.

ROE (RETURN ON EQUITY)

È il rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto ed è una misura del rendimento contabile di un'impresa.

STATO PATRIMONIALE

Situazione patrimoniale a una certa data di un'impresa, solitamente esposto in sezioni divise e contrapposte (attivo e passivo).

TOTALE ATTIVO

È il totale delle attività dello stato patrimoniale: somma gli investimenti, i crediti e la liquidità in essere a una certa data (di solito il 31/12 di ogni anno).

TOTALE PASSIVO

Costituisce la somma tra il patrimonio netto e i debiti. Nel caso delle banche i debiti sono principalmente verso altre banche o verso la clientela (tramite depositi e conti correnti).

UTILE NETTO

Profitto complessivo realizzato da una società, riportato nel suo bilancio. È il dato strategico per valutare la redditività di una società in un periodo. Per calcolare l'utile netto, è necessario sottrarre i costi e le spese sostenute (incluse le tasse) dai ricavi totali. L'utile netto può essere utilizzato per pagare i dividendi agli azionisti o essere reinvestito nell'azienda.

VOLATILITÀ

Misura della variazione percentuale del prezzo di uno strumento finanziario nel corso del tempo.

CAPITOLO 1

UN CONFRONTO TRA DUE MONDI

Nel primo rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa, pubblicato nel novembre del 2017, abbiamo messo a confronto per la prima volta le banche etiche e sostenibili europee con le **BANCHE SISTEMICHE**, cioè le grandi banche tradizionali. A distanza di un anno abbiamo ripetuto l'esperimento con alcuni, piccoli cambiamenti, aggiungendo i dati relativi all'anno 2017. Nella squadra europea delle banche etiche e sostenibili abbiamo infatti incluso due nuovi giocatori, la tedesca UmweltBank e la serba Opportunity Bank, che sono entrate a fare parte di Gabv nel corso del 2018.

Gli altri 21 giocatori sono gli stessi dell'anno scorso: tutti i membri europei di Gabv, due membri di Inaise e sette membri di Febea¹. Abbiamo convocato per la partita solo chi svolge attività di tipo bancario (raccolta del risparmio, concessione di crediti e investimenti) con un prevalente orientamento sociale e ambientale e ha reso disponibili i bilanci di almeno sette degli ultimi dieci anni. Per la squadra delle banche tradizionali abbiamo preso le 15 "Banche di rilevanza sistemica globale" che hanno sede in Europa, sulla base della lista pubblicata dal Financial Stability Board nel novembre del 2016².

¹ Che non sono, allo stesso tempo, soci di Gabv. Sette dei 14 membri europei di Gabv sono infatti anche membri di Febea. Per una descrizione di Gabv, Febea, Inaise e dei loro obiettivi si veda l'Appendice a questa prima parte.

² Cfr.: European Parliament, *Briefing. Global Systemically Important Banks in Europe*, 23 May 2017. Link: <https://goo.gl/Sxgmf3>. Sono state incluse anche le due banche sistemiche svizzere. È stata scelta la lista 2016 perché copre il periodo novembre 2016 - novembre 2017 ed è quindi in linea con l'orizzonte temporale considerato nella ricerca.

Nel rapporto vengono comparati i risultati di 23 banche etiche e sostenibili con quelli delle 15 banche di rilevanza sistemica con sede in Europa

Per le banche etiche la percentuale dei crediti concessi è del 77% sul totale degli attivi. Per le banche tradizionali è poco più della metà (40,5%)

Lo scopo del confronto è rimasto lo stesso: capire se le banche etiche e sostenibili, che finanziano progetti sociali, ambientali e culturali, sono anche solide dal punto di vista economico-finanziario e riescono a reggere il confronto con le altre banche.

UNA DIFFERENZA ABISSALE SUI CREDITI CONCESSI

Nei bilanci delle banche pubblicamente disponibili non è possibile, al momento, operare una chiara distinzione tra le attività bancarie rivolte all'economia reale, che produce beni e servizi che si possono toccare con mano, e attività dedicate invece all'economia finanziaria, che si interessa esclusivamente delle operazioni in titoli sulle borse internazionali³. Per questo abbiamo dovuto operare una semplificazione, considerando i depositi e i crediti come sinonimo dell'attività bancaria destinata all'economia reale, mentre il resto delle operazioni bancarie (investimenti in titoli, servizi finanziari, ecc.) le abbiamo considerate come sinonimo di economia finanziaria.

In effetti, le prime banche sono nate nel Medioevo, su intuizione dei frati francescani, «per venire incontro al bisogno di liquidità delle popolazioni povere e contrastare l'usura»⁴ e, successivamente, come punto di incontro tra chi risparmia e chi usa i risparmi degli altri per sviluppare nuove attività o consolidare attività già avviate. Un motore per la società e l'economia reale, che raccoglie i soldi e li impiega per far funzionare il commercio, l'agricoltura, l'industria. Con gli anni, però, si sono profondamente trasformate e, soprattutto a partire dagli anni Ottanta del secolo scorso, hanno cominciato a fare sempre meno le «banche» — intese come intermediarie tra risparmiatori e soggetti finanziati — per diventare «piazze» di prodotti finanziari sempre più complessi: polizze, fondi pensione, fondi di investimento di ogni forma e colore, prodotti derivati che funzionano in base a formule complesse ecc.

Da anni le banche etiche si battono per una chiara separazione tra attività bancarie destinate alla clientela retail (depositi e crediti) e attività di investimento finanziario. La

contro-lobby Finance Watch, di cui Fondazione Finanza Etica è socia, ha avanzato proposte precise in questo senso già nel 2014⁵. Nello stesso anno, il Parlamento e il Consiglio Europeo hanno presentato una proposta per una riforma strutturale delle banche⁶. Quest'ultima proposta è stata però definitivamente rigettata dalla Commissione Europea nel luglio del 2018. La Commissione ha ritenuto, infatti, che il suo scopo fosse stato raggiunto «in larga misura» grazie ad «altri provvedimenti»⁷. La separazione tra banche commerciali e banche d'investimento rimane però un obiettivo ancora da raggiungere.

Ma torniamo alla nostra partita tra banche etiche e sostenibili europee e banche sistemiche continentali. E vediamo i primi risultati.

La propensione al finanziamento dell'economia reale da parte di una banca è evidenziato dalla percentuale degli attivi destinati al credito. Come si vede dalla **TABELLA 1**, che mette in evidenza il rapporto tra i crediti concessi e il totale delle attività bancarie, a questo proposito la differenza tra banche etiche e sostenibili e banche sistemiche è impressionante.

TABELLA 1 Crediti in % del totale dell'attivo

Crediti/Totale attivo	2017	2012	2007
Banche etiche/sostenibili europee	76,94%	75,50%	66,72%
Banche sistemiche europee	40,52%	35,30%	32,43%

Per le banche etiche la percentuale dei crediti sul totale degli attivi è quasi il doppio rispetto a quella delle banche sistemiche (76,94% contro 40,52% nel 2017). Questo significa che le banche etiche fanno molto di più le banche, intese nel senso originario del termine. Mentre le banche sistemiche si dedicano di preferenza ad altre attività (rispetto alla concessione di crediti), come ad esempio l'investimento in titoli o la partecipazione in imprese. Negli ultimi dieci anni, come si vede, la differenza strutturale tra banche etiche e sostenibili e banche sistemiche è stata una costante e la concessione di

³ Cfr. Gabv, *Real Economy - Real Returns: The Business Case for Values-based Banking*, 2017. Link: <https://bit.ly/2Blisvl>

⁴ Cfr. Riccardo Milano, *La Finanza e la Banca Etica*, Edizioni Paoline 2001.

⁵ Si veda: Finance Watch, *Structural reform to refocus banks on the real economy*, Agosto 2014, link: <https://bit.ly/2RqHljx>

⁶ Si veda: Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions. Link: <https://bit.ly/2Rr9XsV>

⁷ Si veda: European Commission, *Structural reform of the banking sector*, link: <https://bit.ly/2RuMjvK>

Dopo il 2008, le banche sistemiche hanno aumentato i crediti concessi. Ma la forbice con le banche etiche è aumentata comunque

crediti ha continuato ad essere l'attività principale per le banche etiche, anzi lo è diventata sempre di più, passando dal 66,72%, nel 2007, al 76,94% del totale nel 2017.

Anche dopo la crisi del 2008, le banche sistemiche hanno continuato invece a dedicare una parte sostanziale dei propri attivi alle attività finanziarie (non creditizie), considerate da molti analisti come la fonte stessa della crisi⁸. Le banche sistemiche europee hanno però aumentato le risorse dedicate ai crediti, che sono passate dal 32,43% al 40,52% del totale degli attivi nel periodo che va dal 2007 al 2017. Rispetto al 2016 è salita la percentuale dei crediti sul totale degli attivi sia per le banche etiche (+3,52%) sia, anche se in misura minore, per le banche sistemiche (+1,99%).

TABELLA 2 Depositi in % del totale del passivo

Depositi/Totale passivo	2017	2012	2007
Banche etiche/sostenibili europee	73,68%	74,70%	63,42%
Banche sistemiche europee	44,05%	35,03%	31,96%

La differenza strutturale tra le due categorie di banche si conferma anche nel rapporto tra i depositi dei clienti e il totale del passivo. Come si vede dalla **TABELLA 2**, le banche etiche e sostenibili si basano molto di più sui depositi dei clienti rispetto alle banche sistemiche, che raccolgono risorse (da prestare o da investire) soprattutto da altri canali, come l'emissione di titoli o i depositi da parte di altre banche.

UNA FORBICE “STRUTTURALE”

Dopo la crisi del 2008, le banche sistemiche hanno iniziato a concedere più crediti e a raccogliere più risparmi dai clienti rispetto a prima ma nello stesso tempo l'hanno fatto anche le banche etiche e alla fine, quindi, le differenze strutturali tra le due squadre sono rimaste. Per quanto riguarda i crediti sul totale degli attivi, la “forbice” strutturale tra le due categorie è passata da 34,29 punti percentuali nel 2007 a 36,42 punti nel 2017, mentre sui depositi il divario si è leggermente ridotto, passando dal 31,46% al 29,63%. Il rap-

⁸ Cfr. Gabv, *Real Economy - Real Returns: The Business Case for Values-based Banking*, 2017. Link: <https://bit.ly/2Blisvl>

porto tra depositi e **TOTALE PASSIVO** per le banche etiche e sostenibili è infatti sceso dall'80,87% del 2016 al 73,68% del 2017, soprattutto a causa della diminuzione significativa dei depositi del Crédit Coopératif (-16%), che è anche il più grande tra gli istituti finanziari inclusi nella squadra delle banche etiche e sostenibili.

Le banche etiche e sostenibili hanno mantenuto una solida posizione patrimoniale misurata come rapporto tra il **PATRIMONIO NETTO** e il totale del passivo di bilancio⁹. Come si vede nella **TABELLA 3**, il rapporto tra patrimonio netto e totale del passivo per le banche etiche europee è quasi il doppio dello stesso rapporto per le banche sistemiche¹⁰.

TABELLA 3 Patrimonio netto in % del totale del passivo

Patr. netto/Passivo	2017	2012	2007
Banche etiche/sostenibili europee	11,03%	10,83%	10,81%
Banche sistemiche europee	5,93%	4,75%	3,62%

Passando all'analisi reddituale, abbiamo messo a confronto i due indici di bilancio **ROA** e il **ROE** delle banche etiche europee con gli stessi indici calcolati per le banche sistemiche¹¹.

Il ROA (Return on Assets) è il rapporto tra l'**UTILE NETTO** e il totale dell'attivo ed è una misura della redditività delle attività. Come si vede nella **TABELLA 4**, il ROA delle banche

⁹ Il patrimonio netto si compone del capitale proprio, a cui sono sommati le riserve e l'utile di esercizio.

¹⁰ Per confrontare la solidità patrimoniale delle banche etiche con quella delle banche sistemiche si è preferito far riferimento solo al rapporto tra il patrimonio netto e il totale del passivo e non anche al cosiddetto Tier 1 Ratio (rapporto tra Capitale Tier 1 e attività ponderate per il rischio), che è oggi il parametro più utilizzato per valutare la solidità di una banca. Questa scelta è sostanzialmente motivata dal fatto che, con le regole introdotte dopo la crisi del 2007/2008, le banche sistemiche sono state obbligate ad avere livelli di Capitale Tier 1 elevati, accantonando “cuscinetti” di capitale aggiuntivo rispetto alle banche non sistemiche. E questo rende il confronto con le banche etiche sul Tier 1 poco significativo.

¹¹ La metodologia utilizzata per calcolare ROA e ROE è cambiata rispetto allo scorso anno, in quanto il numero di banche etiche è cresciuto, raggiungendo quota 23 e ha visto anche l'ingresso di una grande banca (UmweltBank, 3,5 miliardi di euro di attivo, salita subito al quarto posto tra le banche etiche). La nuova metodologia è più fedele alle performance delle singole banche, dato che il valore medio di ROA e ROE è frutto della media dei ratio calcolati per le singole banche e non sui valori totali degli aggregati “banche etiche” e “banche sistemiche” (come era stato fatto in precedenza).

etiche e sostenibili si è mantenuto sempre a un livello superiore rispetto al ROA delle banche sistemiche negli ultimi dieci anni (in media 0,47%) con una **VOLATILITÀ**, misurata mediante la **DEVIAZIONE STANDARD** calcolata sul valore medio di ogni anno, molto bassa (0,08%). In entrambi gli archi temporali analizzati le banche sistemiche europee hanno avuto una redditività media inferiore rispetto alle banche etiche e una volatilità leggermente inferiore. Nell'analisi si è inoltre notato che, nel 2008, l'anno più acuto dell'ultima crisi finanziaria, le banche sistemiche hanno avuto un crollo del ROA, con un appiattimento verso il basso dei risultati, mentre le banche etiche e sostenibili hanno reagito in modo leggermente positivo, ritardando la flessione all'anno successivo e riprendendo slancio dal 2009 in poi.

TABELLA 4 ROA. Confronto tra banche etiche e banche sistemiche

ROA - RETURN ON ASSETS	5 ANNI (2012-2017)	
	Media	Dev. standard
Banche etiche e sostenibili europee	0,47%	0,08%
Banche sistemiche europee	0,05%	0,02%
	10 ANNI (2007-2017)	
	Media	Dev. standard
Banche etiche e sostenibili europee	0,42%	0,13%
Banche sistemiche europee	0,06%	0,04%

Il ROE (Return on Equity) è il rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto ed è una misura del rendimento contabile di un'impresa. Come si vede nella **TABELLA 5**, il rendimento medio delle banche etiche è stato sensibilmente più alto rispetto a quello delle banche sistemiche, sia nel periodo 2012-2017 (4,36% contro 0,90%), sia nel periodo 2007-2017 (3,98% vs 1,23%). Ciò è avvenuto in presenza di una volatilità leggermente più alta per le banche etiche (+0,87% sui cinque anni; +0,19% sui dieci anni).

Anche in questo caso l'analisi ha dimostrato chiaramente come le banche sistemiche abbiano avuto un crollo significativo del ROE nel 2008 e non abbiano poi più raggiunto, in modo durevole, i livelli pre-crisi. Per le banche etiche la flessione del ROE negli anni più duri della crisi (2008-2009) è stata invece più graduale e contenuta, con un ritorno rapido e durevole ai livelli precedenti.

Rispetto all'analisi precedente (novembre 2017), risulta più chiara la migliore performance delle banche etiche rispetto alle banche sistemiche in entrambi gli indici (ROA e ROE). Le ragioni che hanno portato a un miglioramento relativo dei dati di redditività delle banche etiche sono essenzialmente due: la correzione della metodologia (si veda la **NOTA 11**) e il cambiamento degli orizzonti temporali misurati. In particolare, l'analisi dell'arco temporale più lungo (dieci anni: 2007-2017), include ora il 2017 ed esclude il 2006 (incluso nella precedente analisi nell'arco temporale 2006-2016). Il 2006 è stato l'ultimo anno che non ha risentito, nemmeno parzialmente, della crisi finanziaria ed è stato particolarmente positivo, in termini di profitti, soprattutto per le banche sistemiche, che hanno ottenuto performance straordinarie "drogate" dalla leva finanziaria. Il confronto con le banche etiche, che non si sono esposte a rischi elevati nel periodo pre-crisi, risulta ora più equilibrato.

TABELLA 5 ROE. Confronto tra banche etiche e banche sistemiche

RETURN ON EQUITY	5 ANNI (2012-2017)	
	Media	Dev. standard
Banche etiche e sostenibili europee	4,36%	1,18%
Banche sistemiche europee	0,90%	0,31%
	10 ANNI (2007-2017)	
	Media	Dev. standard
Banche etiche e sostenibili europee	3,98%	1,24%
Banche sistemiche europee	1,23%	1,05%

GLI ISTITUTI ETICI PIÙ GRANDI E PIÙ SOLIDI

E infine abbiamo analizzato tutti i trend di crescita delle grandezze misurate. L'analisi ha confermato che, in media, negli ultimi dieci anni le banche etiche e sostenibili europee sono cresciute di più rispetto alle banche sistemiche europee, come si vede nella **TABELLA 6**. Hanno concesso molti più prestiti (+11,35% contro il +0,94% delle sistemiche), hanno raccolto più risparmi nei depositi (+11,18% vs 2,29%), sono diventate più grandi (**TOTALE ATTIVO** in crescita del 9,66% contro una riduzione dell'1% per le sistemiche) ed è migliorata in modo più significativo anche la loro solidità patrimoniale, espressa dal patrimonio netto (+9,85% vs +4,06%). Negli ultimi dieci anni i profitti sono scesi sia per le banche etiche e sostenibili sia per le sistemiche. Però, ancora una volta, le etiche hanno saputo

contenere la riduzione sotto l'1% (-0,37%) contro il -5,42% delle banche sistemiche.

TABELLA 6 Crescita attivi, prestiti, depositi, patrimonio netto, utile netto

CRESCITA*	5 ANNI (2012-2017)	10 ANNI (2007-2017)
Totale Attivo		
Banche etiche e sostenibili europee	8,24%	9,66%
Banche sistemiche	-1,99%	-1,00%
Prestiti		
Banche etiche e sostenibili europee	8,69%	11,35%
Banche sistemiche	0,75%	0,94%
Depositi		
Banche etiche e sostenibili europee	7,59%	11,18%
Banche sistemiche	2,60%	2,29%
Patrimonio netto		
Banche etiche e sostenibili europee	8,66%	9,85%
Banche sistemiche	2,47%	4,06%
Utile netto		
Banche etiche e sostenibili europee	3,60%	-0,37%
Banche sistemiche	18,04%	-5,42%

* tasso annuo di crescita composto o CAGR¹²

CREDITI DETERIORATI A CONFRONTO

In questa edizione del rapporto proviamo, per la prima volta, a mettere a confronto la percentuale di “non performing loans” (**NPL**, in italiano “crediti deteriorati”) delle banche sistemiche con quella delle banche etiche e sostenibili. Si tratta di crediti la cui riscossione da parte delle banche è diventata incerta. È una classe molto ampia di attività che, in base al regolamento di esecuzione UE 2015/227, comprende prestiti con un diverso grado di deterioramento: dalle esposizioni scadute o sconfinan- tate deteriorate, alle inadempienze probabili fino ai crediti in sofferenza (la categoria più grave per un istituto bancario)¹³.

I motivi del deterioramento di un credito sono molteplici ma in genere si possono ricondurre a due ordini di cause: una

¹² Il tasso annuo di crescita composto o CAGR, dall'acronimo anglosassone Compound Average Growth Rate, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo.

¹³ Si veda: <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/index.html>

situazione economica difficile in una particolare regione o Paese — tale da mettere in crisi imprese, cooperative e associazioni, che a loro volta hanno difficoltà a restituire i prestiti — oppure una valutazione non corretta del creditore da parte delle banche. Per questo, e in particolare per il primo dei due motivi, è opportuno effettuare i confronti tra banche appartenenti allo stesso Paese e non è molto significativo un confronto tra Paesi diversi.

Purtroppo non è stato possibile raccogliere i dati sui crediti deteriorati di tutte le banche etiche e sostenibili analizzate e ci si è limitati, quindi, all'analisi di singoli casi. Solo poco più della metà delle banche etiche appartenenti a Gabv ha fornito i dati richiesti sugli NPL. Per le banche non appartenenti a Gabv, non è stato possibile ricostruire i dati in modo univoco dai bilanci. Si è riscontrato, quindi, un deficit di trasparenza di alcune delle banche etiche analizzate in relazione ai crediti deteriorati (per le banche sistemiche, invece, i dati sono generalmente disponibili). Un problema che dovrà essere superato, perché la sostenibilità nel settore finanziario è, da sempre, anche una questione di trasparenza nei confronti di tutti i soci, i clienti e gli interessati.

TABELLA 7 Crediti deteriorati lordi sul totale dei crediti (NPL ratio). Confronto banche etiche e banche tradizionali

Banca	NPL 2017
Italia	
Banca Popolare Etica ¹⁴	7%
Unicredit ¹⁵	10,2%
Media banche italiane ¹⁶	13,5%
Germania	
GLS Bank	Dati non disponibili
Umweltbank ¹⁷	0,12%
Deutsche Bank ¹⁸	1,7%
Media banche tedesche	2,5%
Francia	
Crédit Coopératif ¹⁹	1,81%
Crédit Agricole ²⁰	3,74%
Media banche francesi	3,7%
Paesi Bassi	
Triodos Bank ²¹	2,70%
ING Bank ²²	1,9%
Media banche olandesi ²³	2,31%

Nonostante la crisi, in Italia Banca Etica ha mantenuto una percentuale di crediti deteriorati molto inferiore alla media del sistema bancario: 7% contro 13,5%

¹⁴ Dato fornito dalla stessa banca a Gabv.

¹⁵ Fonte: Bilancio 2017 del gruppo Unicredit, pag. 15. Link: <https://bit.ly/2ECAHAS>

¹⁶ Se non indicato diversamente, la fonte per la NPL ratio media per Paese è: KPMG, *I non performing loan in Italia*, 2018, pag. 10. Link: <https://bit.ly/2PKXyLI>

¹⁷ Dato fornito dalla stessa banca a Gabv.

¹⁸ Fitch full rating report (dato aggiornato a giugno 2017). Link: <https://bit.ly/2S0nWmG>

¹⁹ Dato fornito dalla stessa banca a Gabv.

²⁰ Fonte: Bilancio 2017 del gruppo Crédit Agricole, pag. 24. Link: <https://bit.ly/2BsMuhd>

²¹ Dato fornito dalla stessa banca a Gabv.

²² Fonte: Bilancio 2017 del gruppo ING, pag. 13. Link: <https://bit.ly/2PJTT0C>

²³ Fonte: <https://bit.ly/2rEBB7g>

Le banche etiche offrono molti più servizi all'economia reale. Sono inoltre più solide, hanno una maggiore redditività e una minore volatilità

Come si vede nella **TABELLA 7**, i crediti deteriorati sembrano essere, appunto, un fenomeno strettamente legato alla situazione economica di determinati Paesi e rappresentano un problema soprattutto per l'Italia. Come sottolineato dalla Banca d'Italia, «la profonda e prolungata recessione che ha colpito l'economia italiana e la lunghezza delle procedure di recupero dei crediti hanno concorso a determinare un elevato livello di crediti deteriorati nel sistema bancario italiano»²⁴. Ciò non toglie però che, nonostante la «profonda e prolungata recessione», Banca Etica sia riuscita a mantenere una NPL ratio (percentuale dei crediti deteriorati sul totale dei crediti concessi) del 7%²⁵, molto inferiore alla media del sistema bancario italiano (13,5%) e significativamente più bassa della ratio di Unicredit (10,2%), unica banca sistemica italiana. La stessa Unicredit è riuscita ad abbassare la propria NPL ratio solo cedendo grandi quantità di crediti deteriorati sul mercato: ben 17,7 miliardi di euro, con garanzia (statale) di cartolarizzazione delle sofferenze (GACS), sono stati ceduti agli operatori Fortress e Pimco nell'ultimo trimestre del 2017. Mentre dal 2015 al 2017 la banca ha portato a termine operazioni di «deleveraging», cedendo portafogli di NPL, per un totale di 26,4 miliardi, posizionandosi al primo posto tra le banche italiane in questo tipo di operazioni²⁶. Operazioni simili sono state concluse anche da altre banche sistemiche, come ad esempio Banco Santander²⁷.

Anche negli altri Paesi analizzati (ad eccezione dei Paesi Bassi), le banche etiche e sostenibili (per le quali si hanno informazioni sui NPL) hanno una percentuale di crediti deteriorati (sul totale dei crediti) inferiore alla media nazionale e a quella di alcune banche sistemiche dello stesso Paese. Le differenze non sembrano essere però così rilevanti come nel caso italiano. In Olanda, poi, la prospettiva si ribalta: la banca etica Triodos Bank ha una NPL ratio superiore alla media delle banche nazionali (pur se di poco) e al dato della banca sistemica olandese ING. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che oltre il 40% degli asset del gruppo Triodos non è in

Olanda²⁸ e circa il 22% è in Spagna, un Paese il cui sistema bancario ha una NPL ratio media pari al 5,7% (contro il 2,31% dei Paesi Bassi)²⁹.

In sintesi, a parte il caso italiano, dove anni di recessione e di politiche creditizie notoriamente poco oculate da parte di numerosi istituti hanno portato a un'esplosione degli NPL all'interno dei bilanci delle banche tradizionali, non è possibile dire che, a livello europeo, le banche etiche e sostenibili siano anche generalmente meno esposte ai crediti deteriorati rispetto alle banche sistemiche. Alcuni esempi sembrerebbero far propendere per questa ipotesi ma, come si è visto, al momento non si hanno a disposizione dati sufficienti per dimostrare che sia veramente così a livello generale.

I NUMERI PARLANO CHIARO

Alla fine della partita che ha visto contrapporsi la squadra delle banche etiche e sostenibili europee e quella delle banche sistemiche europee, i numeri parlano chiaro: le banche etiche sono molto più orientate a offrire servizi all'economia reale rispetto alle banche tradizionali, sono mediamente più solide dal punto di vista patrimoniale e hanno dimostrato una maggiore redditività (in termini di ROA e ROE).

Rispetto al Rapporto del 2017, le banche etiche hanno superato, in termini di redditività, le banche sistemiche che, dopo il crollo del 2008 (l'anno più difficile dell'ultima crisi finanziaria), non sono più riuscite a ripetere le performance eccezionali che hanno ottenuto nel periodo pre-crisi.

Al contrario, le banche etiche e sostenibili hanno avuto rendimenti pressoché costanti senza subire contraccolpi significativi nei periodi in cui la crisi è stata più acuta, dimostrando una grande resilienza.

Le banche etiche, infine, hanno registrato una crescita considerevole di tutte le grandezze misurate dalla ricerca negli ultimi dieci anni, segno che la finanza etica è stata scoperta da un numero sempre maggiore di persone, in particolare in un periodo caratterizzato da gravi incertezze nel mercato bancario e finanziario europeo.

²⁴ Cfr.: <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/index.html>

²⁵ Al 31 dicembre 2017 le sofferenze lorde sui crediti erano invece pari al 2,99%, mentre le sofferenze nette erano pari allo 0,89% (Fonte: Banca Popolare Etica).

²⁶ Cfr.: KPMG, *I non performing loan in Italia*, 2018, pagg. 25-28. Link: <https://bit.ly/2PKXyLI>

²⁷ Cfr.: Deloitte, *Lift off. Loan portfolio markets continue to soar: Focus on Europe*, 2018, pag. 8. Link: <https://bit.ly/2LmWOHI>

²⁸ Si veda la relativa sezione del sito di Triodos Bank: <https://bit.ly/2A0m1Yb>

²⁹ KPMG, *I non performing loan in Italia*, 2018, pag. 10. Link: <https://bit.ly/2PKXyLI>

BANCA ETICA E LE ALTRE D'EUROPA

Come abbiamo visto, negli ultimi dieci anni le banche etiche europee sono cresciute in media molto di più rispetto alle banche sistemiche. La crescita di Banca Popolare Etica, l'unica banca etica con sede in Italia, è stata in linea con quella delle banche etiche e sostenibili. Come si vede nella **TABELLA 8**, la quantità di denaro raccolta da Banca Etica (Depositi) è cresciuta in media dell'11,95% all'anno negli ultimi dieci anni, contro l'11,38% delle banche etiche e sostenibili europee, mentre i prestiti sono cresciuti un po' meno: +10,05% vs +11,35%. I risultati di Banca Etica sono invece migliori nelle altre voci: patrimonio netto, depositi, attivo e utile netto. Negli ultimi 5 anni (2012-2017), Banca Etica ha fatto

TABELLA 8 Crescita attivi, prestiti, depositi, patrimonio netto, utile netto

Confronto tra Banca Etica e le banche etiche europee

CRESCITA*	5 ANNI (2012-2017)	10 ANNI (2007-2017)
Totale Attivo		
Banca Popolare Etica	13,02%	12,63%
Banche etiche e sostenibili europee	8,24%	9,66%
Prestiti		
Banca Popolare Etica	4,26%	10,05%
Banche etiche e sostenibili europee	8,69%	11,35%
Depositi		
Banca Popolare Etica	19,30%	11,95%
Banche etiche e sostenibili europee	7,98%	11,38%
Patrimonio netto		
Banca Popolare Etica	11,85%	14,11%
Banche etiche e sostenibili europee	8,66%	9,85%
Utile netto		
Banca Popolare Etica	6,67%	-3,81%
Banche etiche e sostenibili europee	18,04%	-5,42%

* tasso annuo di crescita composto o CAGR

meglio in particolare per quanto riguarda la crescita dei depositi (+19,30% vs +7,98%) e degli attivi (+13,02% vs +8,24%).

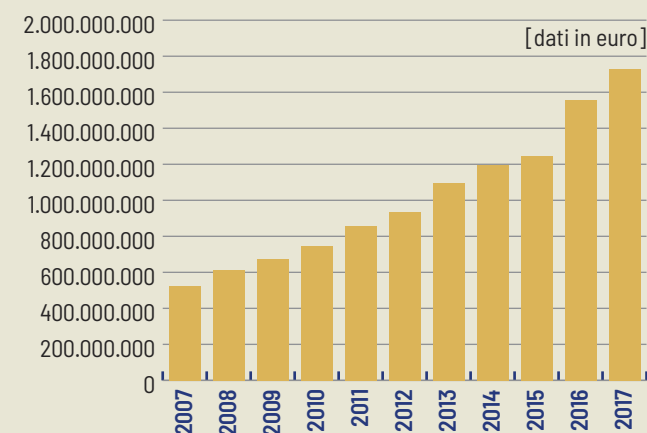


GRAFICO 1

Crescita degli attivi di Banca Etica dal 2007 al 2017

Come si vede nel **GRAFICO 1**, gli attivi di Banca Etica (e quindi la dimensione del suo bilancio) sono cresciuti costantemente dal 2007 al 2017: la crescita non si è interrotta nelle fasi più acute dell'ultima crisi finanziaria (2008 e 2009). In termini assoluti gli attivi sono cresciuti del 229% negli ultimi dieci anni.

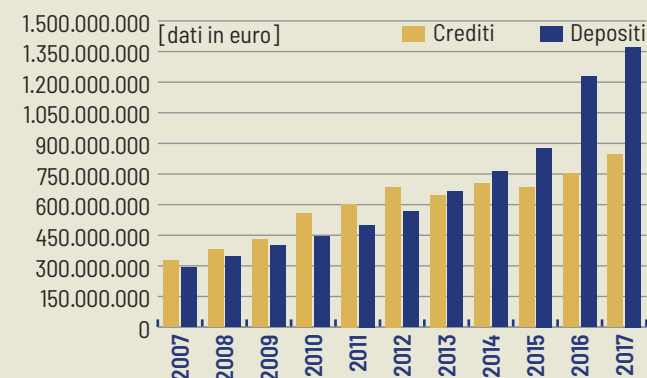


GRAFICO 2

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

Anche la crescita dei depositi è stata costante, come si vede nel **GRAFICO 2**. In termini assoluti i depositi sono cresciuti del 535,36% dal 2007 al 2017, mentre i crediti (la cui crescita è stata meno regolare negli ultimi quattro anni rispetto a quella dei depositi) sono saliti del 160,47% nello stesso periodo.

APPENDICE I LE DUE “SQUADRE” A CONFRONTO

BANCHE ETICHE E SOSTENIBILI EUROPEE

Alternative Bank Schweiz (Svizzera)
APS Bank (Malta)
Banca Popolare Etica (Italia)
Caisse Solidaire (Francia)
Caixa de Pollença (Spagna)
Charity Bank (Gran Bretagna)
Cooperative Bank of Karditsa (Grecia)
Credal (Belgio)
Cultura Bank (Norvegia)
Ecology Building Society (Gran Bretagna)
Ekobanken (Svezia)
Freie Gemeinschaftsbank (Svizzera)
GLS Bank (Germania)
Group Crédit Coopératif (Francia)
Hefboom (Belgio)
La Nef (Francia)
Magnet Bank (Ungheria)
Merkur Cooperative Bank (Danimarca)
Oikocredit (Paesi Bassi)
Opportunity Bank Serbia (Serbia)
Tise (Polonia)
Triodos Bank (Paesi Bassi)
UmweltBank (Germania)

BANCHE SISTEMICHE EUROPEE

BNP Paribas (Francia)
Deutsche Bank (Germania)
HSBC (Gran Bretagna)
Barclays (Gran Bretagna)
Credit Suisse (Svizzera)
Groupe BPCE (Francia)
Groupe Crédit Agricole (Francia)
ING Bank (Paesi Bassi)
Nordea (Svezia)
Royal Bank of Scotland (Gran Bretagna)
Santander (Spagna)
Société Générale (Francia)
Standard Chartered (Gran Bretagna)
UBS (Svizzera)
Unicredit Group (Italia)

NOTE METODOLOGICHE

Sono state incluse nel campione “Banche Etiche e Sostenibili Europee” tutte e 15 le banche europee che aderiscono alla GABV (Global Alliance for Banking on Values), 14 membri di Febea (di cui sette sono anche membri di GABV) e due membri di Inaise. Sono state incluse solo le istituzioni che svolgono attività di tipo bancario (raccolta del risparmio, concessione di crediti e investimenti) con un prevalente orientamento sociale e ambientale e abbiano pubblicato online (o ci abbiano inviato) i bilanci di almeno sette degli ultimi dieci anni. Le serie storiche dei dati delle banche che fanno parte di GABV ci sono state inviate da GABV. Nel campione “Banche Sistemiche Europee” sono state incluse le 15 “Banche Sistemiche di Importanza Globale” che hanno sede in Europa (compresa la Svizzera), sulla base della lista pubblicata dal Financial Stability Board nel novembre del 2016. In generale, nell'elaborazione dei dati e nel calcolo degli indici, si è seguita la metodologia già utilizzata da GABV nel rapporto *Real Economy - Real Returns: The Business Case for Values-based Banking*, 2017.

CAPITOLO 2

FINANZA ETICA 600 ANNI DI STORIA

Nel primo rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa, pubblicato nel novembre del 2017³⁰, abbiamo raccontato come sono nate le banche etiche e sostenibili europee: dalle prime esperienze in Germania, agli inizi degli anni settanta del secolo scorso, con la fondazione della GLS Bank, al fiorire delle banche di ispirazione antroposofica-steineriana negli anni ottanta, a cui si sono aggiunte banche di stampo ecologista e sociale come ABS e Banca Etica negli anni novanta. Una linea del tempo aggiornata con le date di nascita delle principali istituzioni finanziarie etiche e sostenibili europee la trovate a pag. 30.

In questa edizione del rapporto abbiamo voluto fare un passo indietro, cercando di ricostruire le origini sociali delle banche a partire dal medioevo, quando si consolidano i primi “banchi” e i relativi banchieri³¹.

IL RUOLO DEI MONTI DI PIETÀ

Possiamo infatti far risalire i primi casi di finanza etica ai Monti di Pietà dell'Europa medievale, la maggior parte dei

³⁰ Cfr. Fondazione Finanza Etica, *La finanza etica e sostenibile in Europa, Primo Rapporto*, Novembre 2018. Link: <https://bit.ly/2EDvWqC>

³¹ Cfr. Riccardo Milano, *Breve Storia del Social Banking*. Titolo originale: *Social Banking: a brief history*. Pubblicato in: Olaf Weber and Sven Remer: *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*. Routledge International Studies in Money and Banking, Taylor & Francis Group, Abigdon, 2011. Oxon 0X14 4SB.

**La finanza etica
affonda le radici
nei Monti di Pietà
dei frati
francescani**

I Monti aiutavano i poveri fornendo una valida alternativa all'usura

quali sono stati fondati dall'ordine dei frati francescani intorno alla metà del XV secolo, principalmente in Italia³². Questi primi intermediari erano impegnati a prestare ai più poveri e bisognosi, fornendo loro somme di denaro a tassi d'interesse molto bassi, accettando come garanzia alcuni beni. I mutuatari si impegnavano a rimborsare il prestito in un anno, altrimenti i loro beni sarebbero stati messi all'asta; inoltre, dovevano impegnarsi ad utilizzare il credito per le proprie necessità e per scopi moralmente irreprensibili.

Gli elementi etici nell'attività dei Monti si possono facilmente identificare nell'aiuto ai più poveri, a cui si forniva una valida alternativa all'usura e nei vincoli morali all'uso dei prestiti. Ma ci sono anche altre caratteristiche che si ritroveranno, secoli più tardi, nelle banche moderne a vocazione sociale³³: il legame stretto con il territorio di riferimento e il coinvolgimento nelle attività sociali a livello locale; l'accensione dei mutui ipotecari con privati; lo svolgimento di funzioni di tesoreria per conto degli istituti assistenziali delle comunità.

I Monti furono, inoltre, pionieri nella raccolta dei risparmi, che si stavano formando sia nelle classi aristocratiche sia nella piccola e media borghesia. Cominciò quindi un'evoluzione verso il modello delle "Casse di risparmio", che però fu interrotta quasi ovunque in Italia e in Europa dall'arrivo, nel 1796, delle truppe francesi di Napoleone che si appropriarono dei patrimoni dei Monti e li raggrupparono nelle Congregazioni di carità napoleoniche, istituite con un provvedimento del 1807.

Dopo il 1815, la Restaurazione restituì ai Monti la loro autonomia ma a questo punto essi non erano più protagonisti: lo furono però le Casse di Risparmio, che ebbero il compito storico di sviluppare le nuove idee di credito e di impegno sociale.

³² Questo breve excursus storico fa riferimento a due pubblicazioni di Riccardo Milano: *Breve Storia del Social Banking*, 2011 (si veda la nota precedente) e *La Finanza e la Banca Etica*, Edizioni Paoline 2001. Si fa inoltre riferimento alla tesi di laurea magistrale in Economics and Finance di Michele Zini: *Banca Popolare Etica in the 2007 crisis years*, Anno Accademico 2016/2017, Università degli Studi di Milano, Facoltà di Scienze Politiche Economiche e Sociali.

³³ Cfr. Riccardo Milano, *Breve Storia del Social Banking*, 2011, pagg. 17-18.

LE CASSE DI RISPARMIO

Con l'era Napoleonica in Europa i Monti di Pietà subirono un cambiamento importante, ma la sostanza della loro attività, specie quella del credito, rimaneva. Per i tempi nuovi c'era però bisogno di attività nuove: era finito il monopolio fondativo e creativo delle realtà economiche italiane e le economie forti erano altrove. La rivoluzione industriale era agli inizi e occorre nuove idee e capacità. I vari Monti dovevano trasformarsi e riprendere vigore. Non a caso, quindi, la nascita delle Casse di Risparmio si colloca nel secondo XVIII secolo, grazie alla passione e all'impegno di filantropi, in particolare inglesi e francesi³⁴. Questi sostennero la necessità di convogliare il risparmio cittadino dei ceti medio-piccoli in istituzioni dedicate al sostegno delle iniziative locali, sia per incoraggiarne lo sviluppo economico, sia perché era fortemente sentita l'esigenza di soccorrere le classi meno agiate con iniziative assistenziali e di promuoverne lo spirito di previdenza e di risparmio.

La realizzazione di questo modello ebbe successo soprattutto nelle città mercantili della Germania nordoccidentale di fine Settecento (Sparkasse), e da lì si diffuse anche in Austria e in Svizzera e poi nell'Italia del nord, nell'ambito dell'Impero austro-ungarico. E quindi in Spagna (Caja o Caixa), in Francia (Caisse d'Epargne), in Gran Bretagna (Savings banks), negli Stati Uniti (Savings and loans associations e Credit Unions) e così via. Nel 1778 venne fondata la Cassa di Risparmio di Amburgo, considerata convenzionalmente la capostipite delle Sparkassen, con lo scopo di fornire alle «persone industriose di più umile condizione... l'opportunità di mettere da parte alcunché e depositare in modo sicuro i risparmi duramente guadagnati, con qualche interesse»³⁵. In Italia le prime Casse di Risparmio furono istituite a partire dal 1822 nei territori dell'Impero austro-ungarico, come emanazione dei locali Monti di Pietà.

Fin dall'inizio, la funzione principale che contraddistinse le Casse di Risparmio fu la raccolta di denaro risparmiato tra le classi meno abbienti, che versavano piccoli importi a scopo previdenziale e non avevano intenti speculativi.

³⁴ Cfr. Riccardo Milano, *Breve Storia del Social Banking*, 2011, pagg. 17-18.

³⁵ Le frasi tra virgolette sono tratte dal par. 94 dell'originario statuto della Cassa amburghese, trascritto in Clarich M., *Le Casse di risparmio verso un nuovo modello*, Bologna, Il Mulino, 1984, pag. 13.

Le banche cooperative rispondono all'esigenza di accesso al credito delle fasce più povere

LE BANCHE COOPERATIVE

Alla fine del XIX secolo compaiono sulla scena europea le *Banche Popolari* e le *Casse Rurali*, figlie del movimento cooperativo, la cui origine si fa risalire all'intuizione dei "pionieri di Rochdale", nella prima metà dell'Ottocento: un gruppo di operai, che vivevano a Rochdale, una cittadina nella periferia di Manchester, in Inghilterra, allora il centro industriale più importante del mondo. I "principi di Rochdale" sono ancora oggi alla base del movimento cooperativo internazionale: adesione libera dei soci, controllo democratico ("una testa, un voto", indipendentemente dal numero di quote sociali possedute), partecipazione economica, educazione e collaborazione tra cooperative³⁶.

I motivi per cui nascono le banche cooperative sono sostanzialmente due: combattere l'usura che colpiva ancora, soprattutto le classi più povere e dare la possibilità anche alle categorie economiche e produttive più modeste di ottenere credito. Proprio per questo fu scelta la forma associativa della cooperazione di credito, che era ritenuta la più adatta a raccogliere i modesti mezzi finanziari degli associati, a consentire una migliore remunerazione ai piccoli risparmiatori e a procurare il capitale ai piccoli imprenditori alle condizioni più favorevoli, escludendo perciò le categorie che potevano ottenere capitale monetario da altre banche³⁷.

Le banche cooperative nascono secondo due schemi principali, quello delle *Banche Popolari* e quello delle *Casse Rurali*, che trovarono campi di applicazione diversi.

Le *Banche Popolari* nascono in Germania, intorno a metà dell'800, dall'idea dell'avvocato prussiano Hermann Schulze-Delitzsch, come cooperative fortemente radicate nel loro territorio, votate al localismo e con un elevato livello di autonomia. Per Schulze-Delitzsch le *Banche Popolari Cooperative* dovrebbero fondarsi sulla capacità di risparmio e di previdenza dei singoli soci azionisti, senza alcun contributo dello Stato o della carità privata, come invece era prassi nelle *Casse di Risparmio*.

La diffusione in tutt'Europa e nel mondo fu enorme: le *Banche Popolari* si modificarono ovunque per adattarsi alle diverse realtà locali. Si svilupparono soprattutto all'interno dei centri urbani e divennero le banche di commercianti, artigiani, professionisti, a differenza delle *Casse Rurali*, che si

diffusero nei centri agricoli, operando quasi esclusivamente con clienti agricoltori.

Le *Casse Rurali* nascono, sempre in Germania, poco dopo le *Banche Popolari* (la prima fu fondata nel 1862), dall'intuizione di Friedrich Wilhelm Raiffeisen, con lo scopo di portare il sistema bancario cooperativo nelle campagne. Le *Banche Popolari* erano infatti istituzioni cittadine, che non riuscivano a raggiungere la popolazione rurale. Lo spirito che animava Raiffeisen era però diverso rispetto a quello di Schulze-Delitzsch: Raiffeisen, infatti, privilegiava le motivazioni etiche di ispirazione cristiana rispetto alle ragioni economiche. Esteriormente, però, le *Casse Raiffeisen* differivano ben poco dalle cooperative di Schulze-Delitzsch: vigeva anche per loro il principio della società aperta, del voto capitaro (*una testa un voto*), oltre all'istituto del gradimento, per cui il Consiglio di Amministrazione poteva rigettare la domanda di ammissione a socio, motivandolo con l'interesse della società e lo spirito della forma cooperativa.

Il modello cooperativo che ha dato origine alle *Casse Rurali*, più fortemente orientato al mutualismo e alla democrazia economica rispetto a quello delle *Banche Popolari*, è stato ripreso da molte altre banche sociali, come le banche etiche e sostenibili, che si sono formate negli ultimi decenni del XX secolo. Molto spesso la mission e la vision delle banche etiche e sostenibili si sono ispirate proprio agli Statuti delle *Casse Rurali*³⁸.

Linea del tempo delle principali istituzioni finanziarie etiche e sostenibili europee*

- 1974 GLS Bank (Germania)
- 1975 Oikocredit (Paesi Bassi)
- 1980 Triodos Bank (Paesi Bassi)
- 1981 Ecology Building Society (Gran Bretagna)
- 1982 Merkur Bank (Danimarca)
- 1983 Crédit Coopératif lancia il primo fondo comune solidale in Europa
- 1983 Sidi (Francia)
- 1984 Crédal (Belgio)

- 1984 Freie Gemeinschaftsbank (Svizzera)
- 1985 Hefboom (Belgio)
- 1988 La Nef (Francia)
- 1988 Sifa - France Active
- 1990 Alternative Bank Schweiz (ABS, Svizzera)
- 1990 APS Bank (Malta)
- 1991 Tise (Polonia)
- 1992 Femu Qui (Corsica, Francia)
- 1994 Cooperative Bank of Karditsa (Grecia)
- 1996 Etika (Lussemburgo)
- 1997 Cultura Bank (Norvegia)
- 1997 Caisse Solidaire (Francia)
- 1997 Umweltbank (Germania)
- 1998 Ekobanken (Svezia)
- 1999 Banca Popolare Etica (Italia)
- 1999 Caixa Pollença lancia Estalvi Ètic (Risparmio Etico)
- 2001 Ucit (Ulster Community Investment Trust Ltd, Gran Bretagna)
- 2002 Charity Bank (Gran Bretagna)
- 2002 Opportunity Bank Serbia (Serbia)
- 2003 Fiare (Spagna)
- 2010 Magnet Bank (Ungheria)

* Crédit Coopératif, Caixa Pollença e APS Bank sono state fondate, rispettivamente nel 1893, nel 1880 e nel 1910. Nella linea del tempo si riportano gli anni in cui hanno iniziato a dare una più decisa impronta etica e sostenibile alle proprie attività (nel caso di APS si è inserito l'anno in cui ha ottenuto la licenza bancaria).

³⁶ Cfr. Fabio Salviato, Mauro Meggiolaro, *Ho sognato una banca*, Feltrinelli, 2010.

³⁷ Cfr. Riccardo Milano, *Breve Storia del Social Banking*, 2011, pag. 27.

³⁸ Cfr. Riccardo Milano, *Breve Storia del Social Banking*, 2011, pag. 39.

GRAFICO 3

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

Fonte: Bilanci 2017 delle banche.

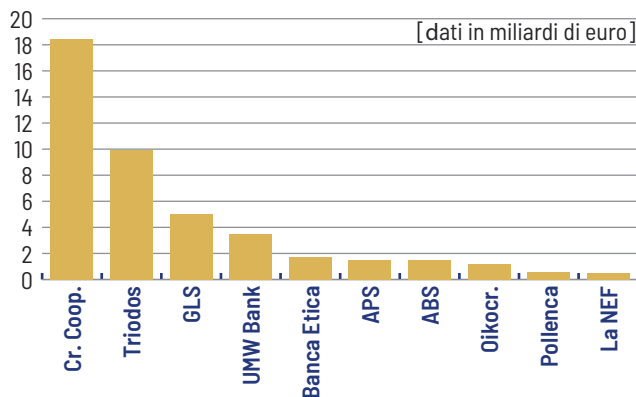


GRAFICO 4

I numeri aggregati delle banche etiche e sostenibili europee*

Fonte: Bilanci 2017 delle banche.



* I dati, relativi al 2017, fanno riferimento ai bilanci delle 23 banche etiche e sostenibili analizzate nella ricerca presentata a partire da pagina 13, a cui sono stati sommati i dati 2017 di Femu Qui (Corsica, Francia), Etika (Lussemburgo), Ucit (Gran Bretagna), Sidi (Francia), Sifa (Francia).

LE PRIME DIECI BANCHE ETICHE E SOSTENIBILI EUROPEE



FONDAZIONE La prima banca etica ad essere stata fondata in Europa. È nata a Bochum, in Germania, nel **1974**. Il nome originario "GLS" sta per "Gemeinschaft für Leihen und Schenken", comunità per prestare e donare. L'ha ideata un gruppo di genitori, ispirati dalle idee del filosofo austriaco Rudolf Steiner, padre dell'antroposofia e del movimento steineriano.

FORMA GIURIDICA Banca cooperativa

PAESE Germania

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 5,06 miliardi di euro	Depositi: 4,13 miliardi di euro
Prestiti: 4,33 miliardi di euro	Patrimonio netto: 405,24 milioni di euro
Utile netto: 7,62 milioni di euro	Dipendenti: 514

PROGETTI FINANZIATI 33,2% dei crediti alle energie rinnovabili, 28,9% a scuole, istituzioni sociali, culturali, assistenziali, 30,6% a social housing o mutui casa, 7,3% all'agricoltura biologica e a prodotti naturali.

SITO INTERNET
www.gls.de

IL PRIMO FOOD SHARING CAFÉ IN GERMANIA

Il cibo è troppo buono per finire nella spazzatura. L'associazione "Raupe Immersatt" (Bruco Sempresazio) di Stoccarda, insieme alla piattaforma foodsharing.de e grazie al sostegno della GLS Bank, ha deciso così di donare il cibo salvato dalle immondizie nel primo food sharing Café tedesco. Oltre a gestire la caffetteria, l'associazione vuole sensibilizzare il pubblico sul valore del cibo attraverso eventi educativi e corsi di cucina nei quali i clienti cucinano insieme gli alimenti salvati. Tutti gli eventi sono organizzati al 100% su base volontaria e sono gratuiti per i partecipanti. A Stoccarda la rete di foodsharing è composta da oltre 700 persone e collabora attivamente con aziende del settore alimentare, mense e ristoranti.



Una caffetteria dove si possono cucinare insieme cibi "salvati". [Foto: Caterpillar Immersatt e.V.]

Anche le famiglie possono donare cibo in eccesso lasciandolo nei frigoriferi "pubblici" dislocati in varie parti della città. Il "Bruco Sempresazio" vive di donazioni, che vengono investite in materiale didattico e utensili da cucina.

FONDAZIONE Nasce nel 1999 dalla necessità di una serie di soggetti della società civile di dotarsi di un soggetto finanziario. Tra i fondatori ci sono le Mag (mutue autogestione le botteghe del commercio equo e associazioni come Arci, Acli, Agesci, Aiab, Cgm, Legambiente, Manitese e il sindacato dei bancari Fiba-Cisl.

FORMA GIURIDICA S.c.p.a. (società cooperativa per azioni) Banca popolare

PAESE Italia (sede principale) e Spagna

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 1,73 miliardi di euro	Depositi: 1,37 miliardi di euro
Prestiti: 845,84 milioni di euro	Patrimonio: 94,69 milioni di euro
Utile netto: 2,27 milioni di euro	Dipendenti: 296

PROGETTI FINANZIATI 11.416 clienti finanziati. Dalla fondazione ad oggi i finanziamenti sono stati distribuiti nei seguenti settori: sociale (32%), qualità della vita e sport (27%), privati (11%), settore profit responsabile (10%), cooperazione internazionale (10%), ambiente (10%).

SITO INTERNET
www.bancaetica.it

FONDAZIONE Creata nel 1980. Il nome deriva dal greco e significa "tre vie", per ricordare che tutte le attività della banca si ispirano a tre condizioni basilari:

- tutti gli esseri umani hanno il diritto di svilupparsi e di esercitare in tutta libertà le proprie capacità individuali;
- tutti gli esseri umani hanno il diritto di partecipare alla vita sociale;
- per essere sostenibile un'economia non può essere concepita e svilupparsi che attraverso progetti responsabili.

È una banca di ispirazione steineriana.

FORMA GIURIDICA Società per azioni

PAESE Paesi Bassi (sede principale), Belgio, Gran Bretagna, Spagna e Germania

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 9,90 miliardi di euro	Depositi: 8,72 miliardi di euro
Prestiti: 6,65 miliardi di euro	Patrimonio netto: 1,01 miliardi di euro
Utile netto: 37,4 milioni di euro	Dipendenti: 1.377

PROGETTI FINANZIATI 38% dei crediti a progetti ambientali, 23,2% al sociale, 25,3% a social housing, mutui casa e comuni e 13,5% alla cultura.

SITO INTERNET
www.triodos.com

CENTRO MODA POLESANO: LA RIVINCITA DELLE DONNE

Dal 2 luglio del 2018 il Centro Moda Polesano di Stienta (Rovigo) è di nuovo in attività, dopo la messa in liquidazione coatta dell'azienda, avvenuta nel marzo del 2018. «Non sapevamo cosa fare in quel momento. Quando all'improvviso ci siamo trovate senza lavoro, la prima reazione è stata di sconforto e di panico», spiega Claudia Tosi, socia e presidentessa della nuova impresa cooperativa Centro Moda Polesano, che produce abbigliamento di alta moda, soprattutto per grandi firme. «Per fortuna, appoggiate, sostenute e guidate da Legacoop Veneto, ci è stata proposta la soluzione

del workers buyout (i dipendenti riacquistano e gestiscono l'impresa in difficoltà, ndr). Non tutte hanno aderito, ma 22 lo hanno fatto come socie e altre 11 ci hanno seguito come dipendenti. A tutt'oggi siamo in 39, perché nel frattempo abbiamo compiuto altre assunzioni». Il workers buyout è stato reso possibile, oltre che da Legacoop, anche da Banca Popolare Etica, che ha concesso un fido di cassa per anticipo fatture. «È stato fondamentale per partire con l'attività», racconta Lisa Negri, socia della cooperativa. «Non avendo incassi, perché i clienti pagano

normalmente a 30 giorni, non avevamo disponibilità finanziarie. Per ora siamo riuscite a non intaccare il fido perché, avendo ripreso a lavorare, abbiamo delle entrate che riescono ad essere superiori o equivalenti alle uscite».

Le dipendenti del Centro Moda Polesano ora sono anche azioniste dell'impresa, che hanno salvato dal fallimento





FONDAZIONE Ha due origini: la Banque coopérative des associations ouvrières (Banca cooperativa delle associazioni operaie), nata nel 1893, e la Caisse Centrale de Crédit Coopératif (Cassa Centrale del Credito Cooperativo), nata nel 1938. Entrambe sono state create per finanziare le cooperative di produzione e consumo. Il Crédit Coopératif rilancia le proprie attività con un forte orientamento alla finanza etica negli anni ottanta del secolo scorso.

FORMA GIURIDICA Società cooperativa per azioni - Gruppo bancario

PAESE Francia

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 18,43 miliardi di euro	Depositi: 11,76 miliardi di euro
Prestiti: 16,32 miliardi di euro	Patrimonio netto: 1,62 miliardi di euro
Utile netto: 53,65 milioni di euro	Dipendenti: 1.960

PROGETTI FINANZIATI La banca finanzia in particolare cooperative, associazioni, organizzazioni non profit che operano in settori quali la cultura, la salute, l'housing sociale, l'assistenza sociale, l'agricoltura biologica e le energie rinnovabili.

SITO INTERNET
www.credit-cooperatif.coop



FONDAZIONE Fondata nel 1990 a Olten, in Svizzera, su iniziativa di oltre 1.600 persone e 120 organizzazioni. La massima trasparenza dei finanziamenti è stata fin dall'inizio una delle priorità della banca, in contrasto con il segreto bancario e la generale opacità del sistema finanziario svizzero. La percentuale di donne tra i quadri e i dirigenti è pari al 44%. Regole precise sul rapporto tra lo stipendio più alto e quello più basso all'interno della banca: attualmente è pari a 1:3,57.

FORMA GIURIDICA Società per azioni

PAESE Svizzera

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 1,49 miliardi di euro	Depositi: 1,34 miliardi di euro
Prestiti: 1,15 miliardi di euro	Patrimonio netto: 147,84 milioni di euro
Utile netto: 5,68 milioni di euro	Dipendenti: 107

PROGETTI FINANZIATI 63% dei crediti concessi all'edilizia sociale, il diritto alla casa o per abitazioni ecologiche e ad alta efficienza energetica, 9% alle energie rinnovabili, 7% a servizi sociali e culturali, 2% all'agricoltura sostenibile e 1% all'economia solidale.

SITO INTERNET
www.abs.ch



FONDAZIONE La Nef (Nouvelle Économie Fraternelle, Nuova Economia Fraterna), nasce nel 1978 come associazione cooperativa di finanza etica, di ispirazione steineriana, grazie al sostegno della GLS Bank e, più tardi, del Crédit Coopératif. Dal 1988 opera come società finanziaria cooperativa. Inizialmente dedicata al finanziamento dell'agricoltura biodinamica e di scuole alternative (in particolare scuole steineriane), oggi finanzia in particolare progetti ambientali e, in misura minore, sociali e culturali.

FORMA GIURIDICA Società cooperativa per azioni

PAESE Francia

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 493,81 milioni di euro	Depositi: 264,59 milioni di euro
Prestiti: 158,27 milioni di euro	Patrimonio netto: 42,20 milioni di euro
Utile netto: 50.000 euro	Dipendenti: 96

PROGETTI FINANZIATI 41% dei crediti concessi alle energie rinnovabili, 20% a progetti culturali (specialmente scuole alternative), 37% alla filiera dell'agricoltura biologica.

SITO INTERNET
www.lanef.com

IL TAPPEZZIERE MILAN: TREDICI ANNI DI PRESTITI ETICI

La piccola bottega artigiana di Milan Lezakov, a Novi Sad, in Serbia, è una tipica impresa familiare. I lavori di tappezzeria e riparazione sono eseguiti da Milan e da sua moglie Tatjana con l'aiuto del figlio. Durante i tredici anni di collaborazione con Opportunity Bank Serbia, Milan Lezakov ha rimborsato sette prestiti e attualmente ha un prestito attivo. I prestiti sono stati utilizzati per sviluppare l'attività, comprando nuovi macchinari e ampliando il laboratorio. La "Tatjana - Tapetarija", così si chiama il negozio, fornisce servizi di tappezzeria, riparazione di mobili, oltre alla produzione e vendita di cuscini, pantofole, borse e giocattoli per bambini. Tutto è iniziato dopo che Milan e sua moglie hanno perso il loro lavoro in aziende statali. L'idea è nata dal fratello della moglie, che si occupava di tappezzeria per hobby. Con il suo aiuto, Milan e Tatjana hanno iniziato a fornire servizi di

tappezzeria nelle case della zona, con investimenti minimi, non avevano un laboratorio e possedevano solo una pistola per tappezzeria e una piccola macchina da cucire. Milan consegnava spesso i prodotti finiti in bicicletta. Oggi svolge tutte le sue attività commerciali all'interno del negozio-laboratorio. [Fonte: Gabv].

Milan Lezakov
al lavoro
nella tappezzeria
Tatjana
di Novi Sad.

[Foto: Opportunity
Bank Serbia]





FONDAZIONE Fondata nel 1997 da Horst Popp, ex responsabile crediti della Raiffeisenbank Nürnberg, e dalla moglie Sabina. È una banca diretta (senza filiali) che finanzia esclusivamente progetti ambientali. È quotata in borsa dal 2001.

FORMA GIURIDICA Società per azioni. L'84,40% del capitale è scambiato in borsa (flottante). Il rimanente 15,60% è stato acquisito dalla GLS Bank nell'aprile del 2018. La GLS Bank è quindi il principale azionista di Umweltbank.

PAESE Germania

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 3,48 miliardi di euro	Depositi: 2,16 miliardi di euro
Prestiti: 2,71 miliardi di euro	Patrimonio netto: 212,01 milioni di euro
Utile netto: 27,66 milioni di euro	Dipendenti: 149

PROGETTI FINANZIARI 37,7% dei crediti al fotovoltaico, 31,6% all'edilizia ecologica e sociale, 27,4% a eolico e idroelettrico, 3,3% ad agricoltura biologica e biogas.

SITO INTERNET
www.umweltbank.de



FONDAZIONE Fondata nel 1880 dal banchiere di Maiorca Cifre Guillem de Colonya. La banca si ispira alla filosofia krausista (dal nome del filosofo kantiano tedesco Karl Christian Friedrich Krause) e nasce come alternativa all'usura, una pratica molto diffusa al tempo della sua fondazione. Nel 1999 ha lanciato il programma "Estalvi Ètic" (Risparmio Etico), "la prima esperienza di banca etica lanciata da un'istituzione finanziaria in Spagna".

FORMA GIURIDICA Cassa di risparmio

PAESE Spagna (isola di Maiorca)

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 570,23 milioni di euro	Depositi: 514,52 milioni di euro
Prestiti: 404,74 milioni di euro	Patrimonio netto: 37,56 milioni di euro
Utile netto: 2,60 milioni di euro	Dipendenti: 94

PROGETTI FINANZIARI Promozione dello sviluppo sociale e culturale della regione con le sue attività finanziarie e la Fondazione Guillem Cifre de Colonya.



FONDAZIONE Nel 1910, un gruppo di persone guidato dal padre gesuita Michele Vella, crea la Lega dell'Apostolato della Preghiera che propone una serie di iniziative sociali, tra cui la creazione di una Cassa di Risparmio (Savings Bank), che è all'origine di APS Bank (Apostolato della Preghiera Banca di Risparmio) che, dal 1992, opera come una banca commerciale.

FORMA GIURIDICA Banca cooperativa - Gruppo bancario

PAESE Malta

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 1,50 miliardi di euro	Depositi: 1,22 miliardi di euro
Prestiti: 1,04 miliardi di euro	Patrimonio netto: 136,40 milioni di euro
Utile netto: 13,11 milioni di euro	Dipendenti: 323

PROGETTI FINANZIARI APS Banca ha l'obbligo di svolgere la propria attività in modo etico e si impegna a contribuire allo sviluppo economico della società nel suo complesso. Finanziamenti in particolare a famiglie e individui, costruzioni, commercio e turismo. Attraverso la controllata APS Consult Ltd, la Banca fornisce anche assistenza e consulenza ad imprese in fase di ristrutturazione in diversi settori, come agricoltura, pesca, istruzione, infrastrutture, sport e assistenza sociale.

SITO INTERNET
www.apsbank.com.mt



FONDAZIONE L'idea per la fondazione di Oikocredit (Società Cooperativa per lo Sviluppo Ecumenico) nasce in una riunione del Consiglio Mondiale delle Chiese, nel 1968, grazie a una serie di giovani membri di varie Chiese, politicamente impegnati, che propongono di creare un canale d'investimento etico che supporti la pace e la fratellanza universale. Inizia ad operare come entità registrata a partire dal 1975. I primi finanziamenti vengono concessi nel 1978.

FORMA GIURIDICA Società cooperativa

PAESE Paesi Bassi

DATI FINANZIARI (2017)

Totale attivo: 1,22 miliardi di euro	Patrimonio netto: 1,12 miliardi di euro
Prestiti: 795,02 milioni di euro	
Utile netto: 18,44 milioni di euro	Dipendenti: 290

PROGETTI FINANZIATI Il 77% degli investimenti e dei prestiti si è concentrato sulla "finanza inclusiva" (es.: microcredito e prestiti alle piccole e medie imprese), il 15% è andato a progetti nel settore agricoltura e il 5% alle energie rinnovabili. Il 49% dei progetti è stato finanziato in America Latina, il 25% in Asia, il 18% in Africa e il 3% in Europa centrale e orientale.

SITO INTERNET
www.oikocredit.coop

APPENDICE II LE ASSOCIAZIONI CHE RAPPRESENTANO LE BANCHE ETICHE E SOSTENIBILI EUROPEE

GABV - GLOBAL ALLIANCE FOR BANKING ON VALUES

La Gabv - Global alliance for banking on values è una rete globale indipendente di banche "che utilizzano la finanza per promuovere uno sviluppo economico, sociale e ambientale sostenibile". Nata nel 2009, ha oggi 54 membri e quattro partner strategici che operano in Asia, Africa, Australia, America Latina, Nord America ed Europa e raggiungono circa 50 milioni di clienti investendo un totale di 163,4 miliardi di dollari (142,8 miliardi di euro).

Le banche etiche e sostenibili europee che fanno parte di Gabv sono 15: Banca Popolare Etica, Crédit Coopératif (Francia), Triodos Bank (Olanda), GLS Bank (Germania), Ekobanken (Svezia), Cultura (Norvegia), Alternative Bank Schweiz (Svizzera), Freie Gemeinschaftsbank (Svizzera), Magnet Bank (Ungheria), Merkur Bank (Danimarca), Ecology Building Society (Gran Bretagna), UmweltBank (Germania), Opportunity Bank Serbia (Serbia), Charity Bank (UK) e Cooperative Bank of Kardia (Grecia). Ugo Biggeri, presidente di Banca Etica, è membro del consiglio di amministrazione di Gabv dall'aprile del 2017.

www.gabv.org

LA FEDERAZIONE EUROPEA DELLE BANCHE ETICHE E ALTERNATIVE (FEBEA)

Simile alla Gabv negli obiettivi che si pone ma focalizzata sull'Europa, Febea (Federazione Europea delle Banche Etiche e Alternative) è stata creata a Bruxelles nel 2001 da sette istituzioni finanziarie etiche e sostenibili: Crédit Coopératif (Francia), Caisse Solidaire (Francia), Crédal (Belgio), Hefboom (Belgio), Banca Popolare Etica, TISE (Polonia) e La Nef (Francia). Oggi ha 27 membri (di cui 12 banche e 15 istituzioni finanziarie) in 15 Paesi, con 30,5 miliardi di euro di asset totali e 670mila clienti³⁹. Sette membri di Febea fanno anche parte di Gabv.

Febea rappresenta i suoi membri di fronte alle istituzioni europee e svolge un'attività di lobby per promuovere il ruolo della finanza etica e sostenibile. A differenza di Gabv, mette anche a disposizione dei soci una serie di strumenti finanziari per aiutare lo sviluppo di nuove banche etiche o il consolidamento delle banche esistenti (tramite la cooperativa finanziaria Sefea), per promuovere lo sviluppo economico e sociale nell'Europa centro-orientale (CoopEst) o istituzioni di microfinanza nella bacina del Mediterraneo (CoopMed).

www.febea.org

INAISE (ASSOCIAZIONE INTERNAZIONALE DEGLI INVESTITORI NELL'ECONOMIA SOLIDALE)

A chiudere il quadro delle reti che riuniscono e rappresentano gli operatori di finanza etica e sostenibile a livello internazionale c'è Inaise, che in realtà è proprio la prima di queste organizzazioni. Fondata nel 1989 a Barcellona, ha oggi 32 membri, alcuni dei quali sono anche soci di Gabv e Febea. Si distingue per la forte presenza di banche, fondazioni, reti e cooperative del sud del mondo, in particolare africane e sudamericane. Lo scopo di Inaise è quello di "permettere agli investitori sociali dalla Norvegia al Sudafrica e dal Costa Rica al Giappone di unirsi, per scambiarsi le loro esperienze, diffondere informazioni e dimostrare che il denaro può veramente essere utilizzato come mezzo di cambiamento sociale e ambientale"⁴⁰.

www.inaise.org

³⁹ Cfr. <http://www.febea.org/en/febea/news/our-numbers>

⁴⁰ Cfr. Inaise, *A propos*, sezione del sito internet dell'associazione.
Link: <http://inaise.org/info/a-propos/>

TUTTI I NUMERI DEL BOOM

PARTE SECONDA

45	CAPITOLO 1
	L'Europa che investe responsabile
57	CAPITOLO 2
	Esclusioni, passione italiana

GLOSSARIO

ASSET

Bene o attività di proprietà di un'azienda o di un fondo di investimento.

ASSET MANAGER

La società o più in generale l'intermediario che è chiamato a gestire gli investimenti per conto dei risparmiatori. Il capitale di questi ultimi confluisce in un fondo che fa a capo a una società di gestione di risparmio.

BOND

Altrimenti detto "obbligazione", è un contratto con il quale una parte ottiene un prestito da diversi creditori impegnandosi a restituirlo con gli interessi a una certa scadenza.

COMPOUNDED AVERAGE GROWTH RATE (CAGR)

Ovvero tasso annuo di crescita composto. La grandezza percentuale che evidenzia la crescita media di una voce in un arco temporale definito. Si utilizza per calcolare la redditività di un investimento (ad esempio un insieme di azioni).

ENGAGEMENT

Sinonimo di azionariato attivo. È l'attività di sensibilizzazione sui temi della sostenibilità d'impresa o della finanza responsabile condotta da un gruppo di azionisti organizzati in enti, associazioni o società di gestione e che trova il suo momento culminante nelle assemblee annuali.

GOVERNANCE

L'insieme delle regole, dei principi e delle procedure che disciplinano la gestione delle attività di un'azienda o di un'organizzazione in generale.

GREEN BOND

Obbligazione emessa per finanziare un'iniziativa caratterizzata dal rispetto di una serie di criteri di sostenibilità ambientale. I progetti finanziati dai green bond riguardano tipicamente l'efficienza energetica, la produzione dell'energia da fonti rinnovabili e l'uso sostenibile del territorio.

PORTAFOGLIO

L'insieme degli investimenti detenuti da un fondo. Si compone tipicamente di partecipazioni nel capitale di altre società (azioni), strumenti finanziari a rendimento fisso (vedi **BOND**) e quote di indici o di altri fondi di investimento.

SAY ON PAY

Il diritto degli azionisti di esprimere un parere vincolante sulle misure remunerative del management. Questo principio, raccomandato esplicitamente dall'OCSE, è riconosciuto dalla legislazione di molti Paesi.

SOCIAL RESPONSIBLE INVESTMENT (SRI)

Ovvero Investimento socialmente responsabile. L'attività di investimento in operazioni produttive o finanziarie che tenga conto non solo delle prospettive di profitto o rendita ma anche della compatibilità dell'operazione rispetto ai principi etici e dell'impatto diretto o indiretto dell'investimento in termini sociali e ambientali.

CAPITOLO 1

L'EUROPA CHE INVESTE RESPONSABILE

Il 19 novembre 2018, il Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (European Sustainable Investment Forum, EUROSIF) ha presentato il suo ultimo studio¹ sugli investimenti ESG (selezionati tenendo conto dei fattori ambientali, sociali e di governance - Environmental, Social and Governance, "ESG" appunto) in Europa. Nella sua indagine, l'associazione, che comprende diversi *fora* nazionali del Vecchio Continente a cui partecipano oltre 400 organizzazioni e alcuni dei principali operatori del settore, rileva "una crescita significativa per la maggior parte delle strategie di investimento socialmente responsabili"². Lo studio conferma la definizione di investimento sostenibile e responsabile adottata nel 2016³ e si articola attraverso l'analisi delle sette categorie⁴ che compongono il comparto:

1. ESCLUSIONE DI TITOLI DALL'UNIVERSO INVESTIBILE

(*Exclusion of holdings from investment universe*)

La strategia si basa sull'esclusione di un settore produttivo o di una società emittente il cui business risulta in-

¹ EUROSIF (<http://www.eurosif.org/>), "European SRI Study 2018", novembre 2018. Di qui in poi indicato come "EUROSIF, 2018". Il rapporto è scaricabile all'indirizzo <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/Eurosif-SRI-2018-study-low-resolution.pdf>

² EUROSIF, "Eurosif 2018 SRI Study is out!", comunicato stampa 19 novembre 2018 in <http://www.eurosif.org/eurosif-2018-sri-study-launch-event/>

³ Si veda box "Gli investimenti SRI secondo EUROSIF".

⁴ EUROSIF (<http://www.eurosif.org/>), "European SRI Study 2012", novembre 2012. Per un'analisi più approfondita si rimanda a Fondazione Finanza Etica, "La finanza etica e sostenibile in Europa. Primo rapporto", dicembre 2017.

Sette sono le categorie che costituiscono il settore degli investimenti sostenibili e responsabili

Tra le strategie di investimento responsabile l'esclusione di settori produttivi controversi è la più diffusa

compatibile con i criteri di sostenibilità o con gli standard normativi internazionali.

2. SCREENING NORMATIVO (*Norms-based screening*)
Gli investimenti sono sottoposti a un'attenta valutazione con l'obiettivo di stabilire la compatibilità (o meno) delle imprese in **PORTAFOGLIO** con gli standard minimi di *business practice* previsti dalle normative internazionali di riferimento.

3. AZIONARIATO ATTIVO
(*Engagement and voting on sustainability matters*)
La strategia che impone agli azionisti di impegnarsi in un dialogo strutturato e costante con il management della società in cui si investe e che si accompagna al monitoraggio continuo degli aspetti ESG che caratterizzano l'attività di impresa⁵.

4. INTEGRAZIONE ESG
(*Integration of ESG factors in financial analysis*)
Consiste nella "inclusione esplicita e sistematica da parte dei manager dei fattori ESG nell'analisi finanziaria tradizionale"⁶.

5. SELEZIONE DI TITOLI "BEST-IN-CLASS"
(*"Best-in-Class" investment selection*)
È la strategia messa in campo dagli investitori che selezionano le imprese capaci di ottenere i migliori punteggi in termini ESG all'interno del loro comparto economico.

6. INVESTIMENTI A TEMA SOSTENIBILE
(*Sustainability themed investments*)
La strategia consiste nella scelta di aree di investimento che sono tipicamente correlate con l'idea stessa di "sviluppo sostenibile". Le operazioni coinvolgono così una varietà di tematiche a partire da quelle ambientali. In questa categoria di investimenti rientrano a pieno titolo i cosiddetti **GREEN BOND**.

7. IMPACT INVESTING (*Investimento a impatto positivo*)
Consiste nella selezione di investimenti finalizzati alla creazione di valore sociale o in grado di avere un impatto

⁵ Si veda box "Investimenti SRI: la definizione italiana".

⁶ United Nations-supported Principles for Responsible Investment (<https://www.unpri.org/>), "PRI Reporting Framework 2016 Main definitions", novembre 2015.

ambientale positivo. Questi obiettivi prevalgono sulla finalità tipica del ritorno economico.

L'indagine si concentra sugli sviluppi del comparto nel periodo 2015-2017 con un'analisi condotta in 12 diversi Paesi⁷: Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Italia, Olanda, Polonia, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera.

All'indagine hanno partecipato gestori e investitori con un portafoglio complessivo (investimenti SRI e non) da circa 20 mila miliardi di euro, pari, a conti fatti⁸, ai 4/5 del mercato dei fondi europei.

L'indagine Eurosif analizza gli investitori di 12 Paesi nel biennio 2015-2017. Il loro portafoglio complessivo è di 20 mila miliardi di euro

GLI INVESTIMENTI SRI SECONDO EUROSIF

"L'investimento sostenibile e responsabile (**SUSTAINABLE AND RESPONSIBLE INVESTMENT, "SRI"**) è un approccio caratterizzato da un orientamento di lungo periodo che integra i fattori ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social and Governance, "ESG"*) nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli che compongono il portafoglio degli investimenti. L'approccio unisce l'analisi dei fondamentali e l'engagement (l'attivismo degli azionisti attraverso la partecipazione alla vita assembleare, il voto e l'implementazione di campagne di pressione, ndr) alla valutazione dei fattori ESG, con l'obiettivo di intercettare rendimenti a lungo termine e di offrire un beneficio alla società influenzando (positivamente, ndr) il comportamento delle aziende"⁹. È questa la definizione elaborata nel 2016 da EUROSIF.

Un perimetro piuttosto largo che si definisce in modo più preciso attraverso l'individuazione delle già citate sette strategie di investimento. La definizione offerta da EUROSIF nel primo studio sul settore pubblicato nel 2003¹⁰, si basava su tre elementi che caratterizzavano i processi di scelta e di gestione dei titoli. L'analisi di allora, in particolare, descriveva l'investimento socialmente responsabile come un fenomeno caratterizzato da tre strategie individuali: lo screening elaborato (detto "*Core SRI*"), lo screening semplice e l'engagement. "Il termine 'investimento sostenibile e responsabile' è stato introdotto nel 2008 quando le strategie di screening erano già state suddivise nelle sottocategorie di screening negativo e positivo, e ad esse erano state aggiunte le strategie di integrazione e screening normativo (*Norms-based screening*)"¹¹.

⁷ Un focus a parte è dedicato alla Norvegia.

⁸ L'ammontare totale degli asset gestiti in Europa avrebbe raggiunto i 25.200 miliardi di euro. Si veda European Fund and Asset Management Association (EFAMA), "Asset Management in Europe", settembre 2018 in https://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA_Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf

⁹ EUROSIF (<http://www.eurosif.org/>), "European SRI Study 2016", 10 novembre 2016. Di qui in poi indicato come "EUROSIF, 2016".

¹⁰ EUROSIF (http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/04/eurosif_srireprt_2003_all.pdf), "Socially Responsible Investment among European Institutional Investors 2003 Report", settembre 2003.

¹¹ EUROSIF (<http://www.eurosif.org/>), "European SRI Study 2012", novembre 2012.

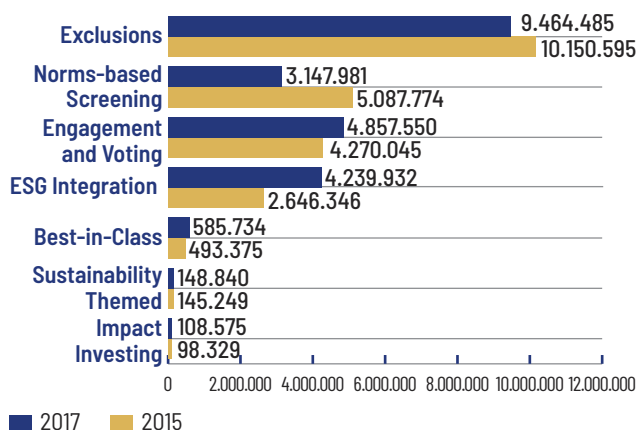
I RISULTATI

Un trend positivo che si manifesta in quasi tutti i comparti del mercato degli investimenti sostenibili. È questo il dato fondamentale che emerge nell'ultima analisi di EUROSIF. Lo studio evidenzia in particolare una crescita significativa degli **ASSET** selezionati con il criterio della ESG integration: il tasso annuo di crescita composto (**COMPOUNDED AVERAGE GROWTH RATE O CAGR**)¹² rilevato nel segmento è pari al 27%, il più alto in assoluto tra i comparti. Crescono anche i settori Best-in-Class (CAGR +9%), **ENGAGEMENT** & Voting (7%), Impact Investing (5%) e Sustainability Themed (1%). In calo il comparto Exclusions (-3%) e il settore Norms-based Screening (-21%).

GRAFICO 1
Gli investimenti responsabili in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2018.



Rispetto alla passata edizione lo studio di EUROSIF pone maggiore enfasi sui dati aggregati per categoria di investimento. Difficile individuare le cifre per i mercati dei singoli Paesi: in questa edizione della ricerca, EUROSIF definisce i mercati nazionali come quelli in cui gli investimenti sono gestiti, una scelta che non consente di individuare la nazionalità degli investitori finali. In un settore fortemente internazionalizzato nel quale "i fondi SRI possono essere domici-

¹² Nella definizione di Borsa Italiana: "Il tasso annuo di crescita composto, più comunemente noto come CAGR dall'acronimo anglosassone Compounded Average Growth Rate, rappresenta la crescita percentuale media di una grandezza in un lasso di tempo. Dato per esempio il fatturato A di un'azione all'anno x e il fatturato B di un'azienda nell'anno y, il CAGR dei ricavi indica la crescita percentuale media annua dei ricavi". Si veda Borsa Italiana in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cagr-259.htm>

liati in un Paese, gestiti in un altro e raccogliere quote di investimento in un altro ancora"¹³, la definizione di mercato nazionale resta inevitabilmente opinabile.

A differenza di quanto riferito nella precedente edizione, lo studio pubblicato nel 2018 non presenta un dato aggregato sul totale degli investimenti SRI in Europa. Il calcolo risulterebbe particolarmente complicato visto che gli **ASSET MANAGER** tendono ad utilizzare più criteri contemporaneamente. Il che, come noto, rende impossibile individuare un valore aggregato attraverso la semplice somma dei valori delle singole categorie di investimento.

1 ESCLUSIONE DI TITOLI DALL'UNIVERSO INVESTIBILE

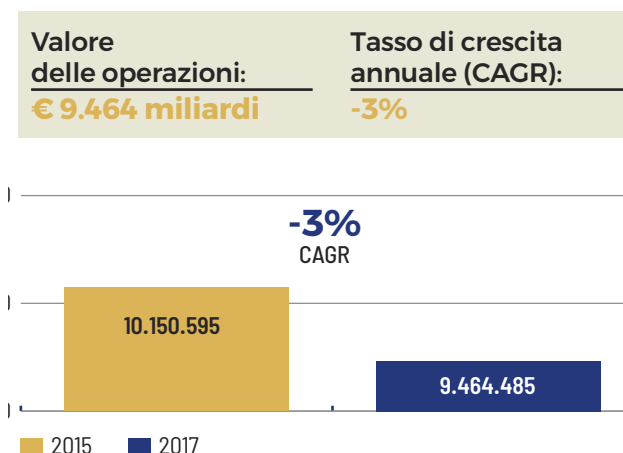


GRAFICO 2
Gli investimenti
Exclusion of holdings
in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2018.

¹³ EUROSIF, 2018.

SHAREHOLDERS FOR CHANGE, LA RETE EUROPEA SI ALLARGA

Si chiama *Shareholders for Change* ed è una delle novità più interessanti del 2018 nel campo dell'engagement. Nata nel dicembre del 2017 a Milano come rete di azionisti attivi ha già registrato 15 interventi alle assemblee di grandi imprese multinazionali europee.

L'organizzazione, fondata da sette diverse realtà continentali – Bank für Kirche und Caritas eG (Germania); Ecofi Investissements, Groupe Crédit Coopératif (Francia); Etica Sgr, Gruppo Banca Etica (Italia); fair-finance Vorsorgekasse (Austria); Fondazione Finanza Etica (Italia); Fundación Finanzas Éticas (Spagna); Meeschaert Asset Management (Francia) – gestisce in totale patrimoni per oltre 22 miliardi di euro.

Il suo obiettivo? Un pressing (e un dialogo) costante sulle corporation per la promozione di una gestione di impresa sostenibile in linea con l'Agenda 2030, il programma sottoscritto nel settembre 2015 da 193 Paesi membri dell'ONU che fissa 17 Obiettivi comuni di sviluppo da raggiungere attraverso crescita economica, inclusione sociale e tutela dell'ambiente. Gli strumenti? Lettere, partecipazione alle assemblee degli azionisti, incontri con gli amministratori, campagne e attivismo in generale sui temi caldi per antonomasia come ambiente, paradisi fiscali e diritti dei lavoratori.

Nel dicembre 2018 l'associazione si è riunita a Parigi per programmare le attività dell'anno a venire. «L'anno prossimo ci dedicheremo in particolare alle tasse» spiega Andrea Baranes, presidente di Fondazione Finanza Etica, uno dei sette membri fondatori di SfC. «Le multinazionali continuano a pagarne troppo poche, spostando i profitti in paradisi fiscali o Paesi a tassazione agevolata, come abbiamo

dimostrato nel rapporto *Bad connection*¹⁴. Nel nostro mirino ci saranno imprese del settore telecomunicazioni come Vodafone, Telecom Italia, Deutsche Telekom, Orange, ma non solo. Daremo spazio anche agli altri due temi portanti della nostra rete: i cambiamenti climatici e il rispetto dei diritti umani lungo tutta la catena di produzione».

A presiedere la rete, per i prossimi tre anni, è Aurélie Baudhuin, vice-direttore generale di Meeschaert Asset Management, società francese specializzata negli investimenti socialmente responsabili, che è anche uno dei sette soci fondatori di Shareholders for Change. Nel ruolo di vice c'è Ugo Biggeri, presidente di Etica Sgr. Alla fine dell'anno, l'associazione ha accolto inoltre due nuovi soci ordinari: la fondazione ginevrina Ethos, che ha come membri 230 fondi pensione pubblici elvetici, e la britannica Friends Provident Foundation, che fa azionariato attivo in Gran Bretagna da più di 15 anni.

Fondata nel 1997, Ethos è diventata celebre nel 2005 ingaggiando una battaglia con l'allora presidente e Ceo di Nestlé Peter Brabeck. La richiesta era quella di rinunciare a una delle due cariche. Sebbene respinta dal 60% circa dei voti, la mozione di Ethos contribuì ad aprire il dibattito inducendo in seguito la multinazionale a nominare un nuovo amministratore delegato. Celebre anche la campagna per il **SAY ON PAY**, per convincere le imprese a sottomettere al voto consultivo degli azionisti i piani di remunerazione dei manager.

Per maggiori informazioni:
www.shareholdersforchange.eu

¹⁴ L'analisi è dedicata al fenomeno del transfer pricing nel settore telecomunicazioni europeo. Si veda Valori, "Vodafone e i furbetti del telefonino. Noi paghiamo le tasse, loro le eludono", 5 dicembre 2018 in <https://valori.it/vodafone-multinazionali-fisco-ue>

2 SCREENING NORMATIVO

Valore
delle operazioni:
€ 3.148 miliardi

Tasso di crescita
annuale (CAGR):
-21%

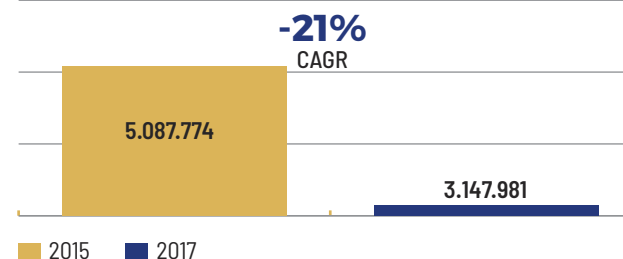


GRAFICO 3

**Gli investimenti
Norms-based screening
in Europa**

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2018.
Nostre elaborazioni.

3 AZIONARIATO ATTIVO

Valore
delle operazioni:
€ 4.858 miliardi

Tasso di crescita
annuale (CAGR):
+7%

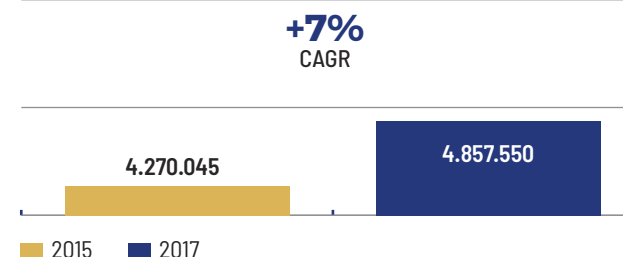


GRAFICO 4

**Gli investimenti
Engagement and voting
in Europa**

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2018.

ENGAGEMENT / 1

CONGO, COBALTO E MINATORI BAMBINI. GLI AZIONISTI IN PRESSING SUL SETTORE AUTO

Auto elettrica? Sì, grazie. Ma prestando attenzione ai diritti umani e diffidando di fornitori senza scrupoli. È la richiesta degli azionisti attivi nei confronti del settore automotive – con la francese Renault e la tedesca Daimler osservate speciali – destinatario privilegiato di una materia prima sempre più preziosa: il cobalto. Commodity indispensabile per la realizzazione delle batterie dei veicoli “puliti”, l’elemento chimico è estratto in larga parte nella Repubblica Democratica del Congo (che con la sua produzione copre da sola i 2/3 del mercato globale¹⁵). Accanto alle grandi miniere sono proliferate negli anni tante piattaforme di estrazione illecita dove l’uso del lavoro minorile è ampiamente diffuso. E il rischio, ovviamente, è che i grandi acquirenti – pur senza averne necessariamente l’intenzione – possano finire per alimentare questo mercato illegittimo basato sullo sfruttamento dei più deboli. Controllare l’origine del prodotto acquistato lungo tutta la filiera,

insomma, diventa indispensabile. Nel settembre del 2018, Ecofi Investissements, anche per conto di Shareholders for Change, di cui è membro fondatore, ha concluso con successo il proprio dialogo con le due case automobilistiche. «A maggio avevamo posto una serie di domande puntuali a entrambe le compagnie e siamo soddisfatti per la qualità delle loro risposte» ha dichiarato¹⁶ Cesare Vitali, direttore della divisione ESG Research di Ecofi Investissements. Le due case automobilistiche erano state accusate da Amnesty International di non aver messo in campo alcuna iniziativa per affrontare il problema dei minatori bambini nella catena di fornitura locale. In seguito, tuttavia, Renault si è impegnata a effettuare cinque audizioni con i fornitori nel 2019 e a cooperare con Amnesty International nel programma Responsible Cobalt Initiative. A quest’ultimo programma ha aderito anche Daimler, dichiarando di aver iniziato a studiare un’alternativa al cobalto.

ENGAGEMENT / 2

ABITI PULITI: IN SPAGNA ENGAGEMENT SU INDITEX/ZARA

Dal 2017, in Spagna, la Fundación Finanzas Éticas (FFE) collabora con la *Campaña Ropa Limpia* (Campagna Abiti Puliti) per far pressione, come azionista, sulla multinazionale dell’abbigliamento Inditex (Zara, Pull&Bear, Bershka, Massimo Dutti), affinché migliori le condizioni dei lavoratori lungo tutta la sua catena di produzione. L’azionariato attivo di FFE

si sta sviluppando, in cooperazione con l’investitore francese Ecofi Investissements e in rappresentanza della rete SfC – Shareholders for Change, anche su altri temi, come la trasparenza fiscale e la responsabilità ambientale. FFE ed Ecofi hanno incontrato Inditex nel 2018 ottenendo precisi impegni sul fronte ambientale.

¹⁵ CNN Money, “Carmakers and big tech struggle to keep batteries free from child labor”, 3 maggio 2018 in <https://money.cnn.com/2018/05/01/technology/cobalt-congo-child-labor-car-smartphone-batteries/index.html>

¹⁶ Action! The Responsible Shareholder’s Review, “SfC Dialogue on Cobalt Is a Success”, 27 settembre 2018 numero 6/18.

ENGAGEMENT / 3

RHEINMETALL E QUELLE BOMBE SULLO YEMEN. UNA LUCE IN FONDO AL TUNNEL

Lo sfondo è il tragico conflitto tra Yemen e Arabia Saudita. E la protagonista, in negativo, è l’azienda tedesca Rheinmetall che in questa guerra sembra aver assunto in qualche modo un ruolo da protagonista. Nel mirino degli attivisti c’è RWM, azienda di Domusnovas, Sardegna, controllata al 100% dalla stessa Rheinmetall e responsabile della produzione di armi destinate proprio al governo di Riyad. Vengono anche dall’isola, insomma, le bombe sganciate indiscriminatamente in questi anni contro la popolazione yemenita. E come se non bastasse il problema morale c’è anche una questione legale: le esportazioni della RWM Italia Spa, infatti, violerebbero la risoluzione del Parlamento europeo del 25 febbraio 2016 che, come noto, chiede un embargo alla vendita di armi all’Arabia Saudita¹⁷. È stata questa la principale argomentazione presentata dagli azionisti attivi – di cui fanno parte tra gli altri la Fondazione Finanza Etica, Rete Disarmo, Bank für Kirche und Caritas (in rappresentanza del network SfC-Shareholder for Change), Urgewald, Campact, varie associazioni cattoliche ed ECCHR (European Centre for

Constitutional and Human Rights) – all’assemblea annuale della società tedesca. Ma nel corso dell’evento, svoltosi a Berlino lo scorso maggio, le risposte del Ceo, Armin Papperger, sono sembrate a molti un inno al cinismo. «Noi siamo responsabili solo della sicurezza dei nostri prodotti, non dell’uso che ne viene fatto»¹⁸ ha dichiarato. Incalzata dagli azionisti, inoltre, la Rheinmetall ha respinto ogni ipotesi di stop, annunciando al contrario investimenti fino a 2 milioni di euro nel 2019 capaci di salire, nel caso, di dieci volte l’anno successivo. Qualche mese più tardi, però, qualcosa si è mosso. «Ho chiesto un resoconto dell’export, o del transito di bombe o altri armamenti dall’Italia all’Arabia Saudita»¹⁹ ha dichiarato a settembre il ministro della Difesa, Elisabetta Trenta. Una richiesta rivolta al Ministero degli esteri, ha specificato, «sottolineando – laddove si configurasse una violazione della legge 185 del 1990 – di interrompere subito l’export e far decadere immediatamente i contratti in essere». La strada è ancora lunga, ma per gli azionisti attivi è già un primo segnale di speranza.

¹⁷ Parlamento Europeo, “European Parliament resolution of 25 February 2016 on the humanitarian situation in Yemen”, 25 febbraio 2016 in <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2016-0066+0+DOC+XML+V0//EN>

¹⁸ Valori, “Il cinismo di Rheinmetall premiato col Black Planet Award”, 9 maggio 2018 in <https://valori.it/il-cinismo-di-rheinmetall-premiato-col-black-planet-award/>

¹⁹ ANSA, “Trenta, chiarimenti su bombe ad Arabia”, 17 settembre 2018 in http://www.ansa.it/sito/notizie/topnews/2018/09/17/trenta-chiarimenti-su-bombe-ad-arabia_bafc7f11-5a30-43db-9f2a-4500dc2f2bc9.html

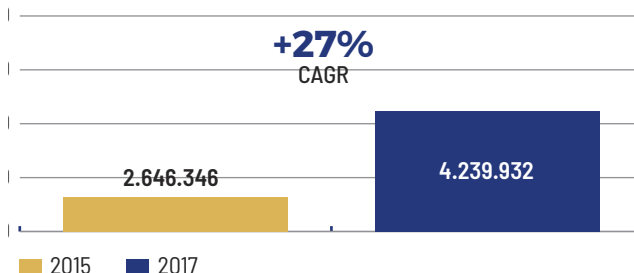
4 INTEGRAZIONE ESG

Valore delle operazioni:	Tasso di crescita annuale (CAGR):
€ 4.240 miliardi	+27%

GRAFICO 5
Gli investimenti *ESG Integration* in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2018.



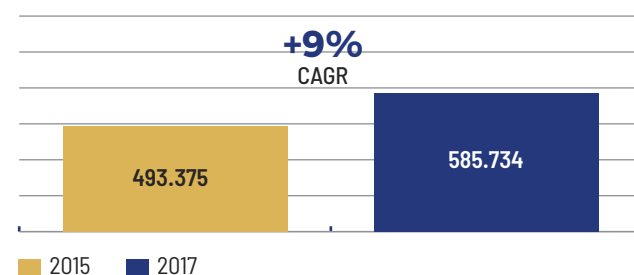
5 SELEZIONE DI TITOLI “BEST-IN-CLASS”

Valore delle operazioni:	Tasso di crescita annuale (CAGR):
€ 586 miliardi	+9%

GRAFICO 6
Gli investimenti *Best-in-class* in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2016.
Nostre elaborazioni.



6 INVESTIMENTI A TEMA SOSTENIBILE

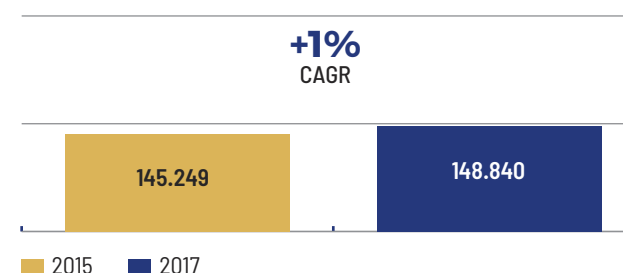
Valore delle operazioni:	Tasso di crescita annuale (CAGR):
€ 149 miliardi	+1%

GRAFICO 7

Gli investimenti a tema sostenibile in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2016.
Nostre elaborazioni.



7 IMPACT INVESTING

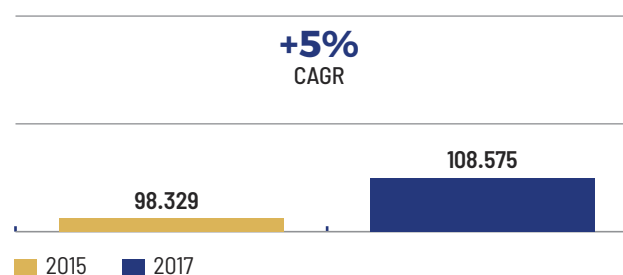
Valore delle operazioni:	Tasso di crescita annuale (CAGR):
€ 109 miliardi	+5%

GRAFICO 8

Gli *Impact investments* in Europa

[milioni di euro]

Fonte: EUROSIF, 2016.
Nostre elaborazioni.



ESCLUSIONI, PASSIONE ITALIANA

Manca il dato complessivo visto che le strategie tendono spesso a sovrapporsi e il rischio di *double counting* (doppio conteggio) è troppo grande. Ma i segnali sono comunque evidenti. Anche in Italia si sperimenta il boom degli investimenti sostenibili. Due anni fa, quando una stima complessiva era stata realizzata, il dato aggregato degli asset gestiti sottoposti a uno o più criteri di selezione ESG recitava 616 miliardi di euro, 64 in più rispetto al valore rilevato nel 2013²⁰. Alla fine del 2017, il controvalore degli investimenti sostenibili che escludono titoli controversi di emittenti attivi nei settori armi, tabacco e gioco d'azzardo ammontava a 1.500 miliardi di euro²¹, quasi il triplo rispetto a due anni prima (570 miliardi). Ma non è tutto.

Impressionanti in termini percentuali la crescita degli investimenti tematici e l'espansione degli asset ESG Integration e dell'impact investing. Il portafoglio complessivo dei fondi sustainability themed ha quasi raggiunto quota 53 miliardi contro i 2 del 2016. Il valore delle strategie best in class è salito da 4 a 58 miliardi di euro. L'impact investing ha raggiunto i 52 miliardi. Nel 2015 non arrivava a tre.

Buone notizie anche dalle strategie di engagement, che oggi caratterizzano un portafoglio complessivo da 135 miliardi di euro, il triplo circa rispetto al valore registrato nel 2015 (43 miliardi). In crescita anche le strategie di ESG Inte-

**In Italia
gli investimenti
sostenibili
che escludono
titoli di chi opera
in armi, tabacco
e gioco d'azzardo
sono passati
in due anni
da 616 milioni
a 1,5 miliardi**

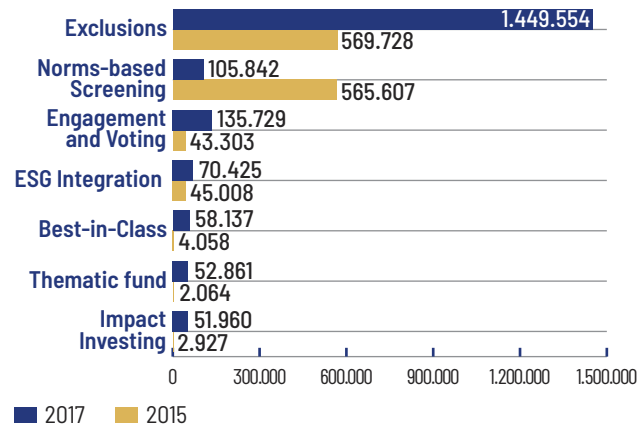
²⁰ EUROSIF, 2016; EUROSIF (<http://www.eurosif.org/>), "European SRI Study 2014", ottobre 2014.

²¹ EUROSIF, 2018.

gration passate in due anni da 45 a 70 miliardi di euro. Unico dato in controtendenza quello relativo al Norms-based Screening, letteralmente crollato durante il periodo in esame: nel 2015 valeva 566 miliardi, oggi 106 circa.

GRAFICO 9 L'espansione degli asset ESG in Italia

Fonte: EUROSIF, 2018.



Significativo il ruolo delle partnership pubblico-privato nel creare condizioni favorevoli per ulteriori espansioni del comparto ESG in futuro. Nel 2018, ricorda il rapporto EURO-SIF²², il Ministero dell'Ambiente ha creato l'Osservatorio Italiano sulla Finanza Sostenibile in collaborazione con UNEP per la promozione, il coordinamento e il monitoraggio del mercato degli investimenti sostenibili. Il Ministero dell'Economia, inoltre, promuoverà una consultazione pubblica sulla Direttiva europea 2016/2341 (la cosiddetta IORP II) dedicata alle attività e alla supervisione dei fondi pensione.

²² Ibidem.

INVESTIMENTI SRI: LA DEFINIZIONE ITALIANA

Fondato nel 2001, il Forum per la Finanza Sostenibile è un'associazione non profit cui partecipano operatori finanziari e altre organizzazioni. Il suo obiettivo principale è quello di "promuovere la conoscenza e la pratica dell'investimento sostenibile"²³. Nel corso degli anni, il Forum si è posto il problema di elaborare una definizione capace di sintetizzare l'evoluzione stessa del concetto di sostenibilità in campo finanziario: in origine le scelte di investimento erano ispirate infatti da principi morali o addirittura religiosi ma in seguito si sono aggiunte motivazioni oggettive "legate all'ottimizzazione del profilo di rischio-rendimento del portafoglio"²⁴. Il risultato è la definizione approvata nel 2014 e che, ad oggi, costituisce ancora la posizione ufficiale del Forum. "L'Investimento Sostenibile e Responsabile – si legge nel documento ufficiale²⁵ – è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare

valore per l'investitore e per la società nel suo complesso".

In questo modo definiscono contemporaneamente tre aspetti: l'orizzonte temporale (medio-lungo periodo); le modalità di investimento (attraverso l'integrazione dell'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di governance) e le sue finalità (creare valore sia di natura economico-finanziaria sia di natura sociale).

Quattro le strategie di investimento:

1) la selezione negativa e positiva, basata sull'esclusione di emittenti (imprese, Stati sovrani, società di gestione) incompatibili con i principi ESG e inserimento di asset best in class o sustainability themed²⁶; 2) integrazione, ovvero l'inclusione esplicita di fattori ESG nell'analisi finanziaria; 3) engagement, fondato sul dialogo con il management dell'impresa e sul monitoraggio continuo degli aspetti ESG che ne accompagnano l'attività; 4) impact investing, ovvero selezione di investimenti che possono creare valore sociale o avere un impatto ambientale positivo facendo prevalere questi obiettivi sulla finalità del ritorno economico.

²³ Si veda <http://finanzasostenibile.it/presentazione/>

²⁴ Forum per la Finanza Sostenibile, "L'Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale", Milano, 3 settembre 2014 in http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf

²⁵ Ibidem.

²⁶ Si veda l'elenco delle sette strategie elaborato da EUROSIF (Parte 2, capitolo 1).

DIECI ANNI PERSI

A series of five horizontal lines of varying colors (dark blue, light blue, white, light blue, white) spanning the width of the page.

PARTE TERZA

GLOSSARIO

CARTOLARIZZAZIONE

È il processo attraverso il quale i crediti vantati nei confronti dei debitori vengono utilizzati come sottostante di un titolo di cui vanno a costituire la garanzia. I titoli vengono quindi scambiati sul mercato trasformando così i crediti in denaro liquido.

CLEARING

L'attività di intermediazione di un soggetto che si fa garante dei contratti derivati scambiati tra gli operatori di mercato.

DERIVATO

Titolo il cui valore è legato a quello di un altro asset detto "sottostante". I derivati pagano tipicamente un premio assicurativo in relazione al verificarsi di un evento (il rialzo o il ribasso di un tasso di interesse o la variazione di prezzo di una materia prima ad esempio).

FLIGHT TO QUALITY

Letteralmente "volo verso la qualità", è il fenomeno per il quale gli operatori cedono i titoli più rischiosi per investire nei cosiddetti beni rifugio (bond a tripla A, oro, ecc.). Il flight to quality penalizza tipicamente le aree emergenti generando un deflusso di capitali da queste ultime verso le economie mature (USA, Europa occidentale, Giappone ecc.).

HEDGE FUND

Fondo d'investimento con una spiccata propensione speculativa che si pone l'obiettivo di garantire rendimenti costanti nel tempo. L'attività degli hedge si caratterizza per l'utilizzo di operazioni e tecniche finanziarie tipicamente non consentite ai fondi tradizionali.

HEDGING

Qualsiasi attività finanziaria di copertura, ovvero realizzata allo scopo di controbilanciare il rischio di un'altra attività. L'acquisto di un derivato che paga

in caso di default su una obbligazione, ad esempio, rappresenta un'operazione di hedging per chi possiede l'obbligazione stessa.

LEVA

L'operazione con la quale un operatore investe molto più denaro di quanto possieda raccogliendo il capitale attraverso l'indebitamento.

NOZIONALE (DERIVATI)

La misura del valore teorico – compreso il premio potenziale – di tutti i contratti derivati sottoscritti da un soggetto o presenti in un determinato mercato [vedi [NOTA 28](#)].

OVER THE COUNTER (MERCATO)

Operazioni finanziarie atipiche concordate privatamente tra le parti e fuori bilancio. Sono utilizzate normalmente come strumenti di copertura contro le oscillazioni del tasso di cambio, ma anche contro qualsiasi altro tipo di rischio.

PROPRIETARY TRADING

Attività di investimento realizzata da una banca con fondi disponibili allo scopo di conseguire un profitto per la banca stessa e non per la sua clientela.

QUANTITATIVE EASING

L'operazione espansiva compiuta dalle banche centrali attraverso l'emissione di moneta e/o il riacquisto di titoli sul mercato (con conseguente aumento della liquidità disponibile sul mercato) che si accompagna a un abbassamento dei tassi di interesse (con conseguente riduzione dei costi di finanziamento da parte delle banche e, di riflesso, dei loro clienti).

SHADOW BANKING

L'insieme delle attività di intermediazione creditizia che si svolgono al di fuori del circuito bancario tradizionale.

DIECI ANNI PERSI

«L a completa evaporazione della liquidità in certi segmenti del mercato obbligazionario americano ci rende impossibile valutare alcuni asset senza tenere conto della qualità dei loro rating». Così parlò Bnp Paribas¹, in quello strano 9 agosto dell'anno di disgrazia 2007. Non furono in molti, questo è certo, a comprendere da subito il significato più profondo di quella nota agli investitori. Ma tra quei pochi, quei *felici pochi*, in grado di decifrare il messaggio che annunciava il congelamento di tre fondi di [CARTOLARIZZAZIONE](#), l'immagine della bufera imminente deve essersi presentata fin dal principio con tutti i contorni della certezza.

Dieci anni dopo quello scoppio della bolla immobiliare americana che innescò la peggiore crisi dell'era post 1929, l'economia globale continua a mostrare condizioni macroeconomiche anomale. Qualcosa è sicuramente migliorato. Ma molti, troppi segnali — dati alla mano — autorizzano a non dormire sonni tranquilli.

Sono le stesse strategie adottate per curare il malato ad avere provocato tali anomalie. Ovvero quella pioggia di denaro pubblico che Usa ed Europa hanno sganciato. Per limitarci al Vecchio Continente — ricorda lo *State Aid Scoreboard* della Commissione Ue — dal 2008 al 2015 gli interventi diretti sul sistema

¹ Si veda BNP Paribas, "BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds" (comunicato stampa), 9 agosto 2007 in <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporarily-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-eonia>

Un decennio dopo lo scoppio della bolla immobiliare USA che innescò la peggiore crisi dal 1929 l'economia globale mostra ancora anomalie preoccupanti

bancario approvati nell'Unione per ricapitalizzazioni e svalutazioni sono stati pari a 1.400 miliardi di euro, quasi il 10% del Pil continentale, mentre il conto di garanzie *et similia* superava addirittura i 3.500 miliardi. La cifra effettivamente utilizzata si ferma in ogni caso al 45% del totale.

Le vere protagoniste delle terapie anticrisi, però, sono state senza dubbio le banche centrali, che attraverso il cosiddetto **QUANTITATIVE EASING**, hanno riversato una massa di liquidità senza precedenti acquistando sul mercato titoli più o meno — o per nulla — problematici e ingrossando, di riflesso, la quota illiquida dei loro bilanci.

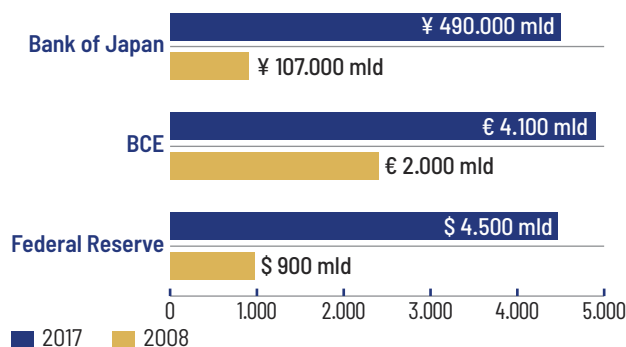
TRIPLICATI GLI ASSET IN PANCIA DI BCE, FED E BOJ

Tra la fine del 2008 e l'inizio del 2017, notava Bloomberg², gli asset controllati dalle sole Fed, Bank of Japan e Bce sono cresciuti rispettivamente del 400%, 358% e 105% [vedi **GRAFICO 1**]. Alla fine del 2018, segnalava un rapporto della società di consulenza Yardeni Research³, gli asset in mano alle tre banche centrali risultavano in calo rispetto ai picchi massimi ma superavano ancora i 14.000 miliardi di dollari⁴, circa tre volte la somma registrata nel 2008. Nel medesimo periodo, inoltre, i tassi di interesse sono crollati un po' ovunque.

Tutto bene? Non proprio. «A dieci anni dallo scoppio della crisi, le economie avanzate non sono ancora riuscite a sgan-

GRAFICO 1
La misura
del Quantitative Easing in
USA, Eurozona
e Giappone

Fonte: Bloomberg, "Markets Start to Ponder the \$13 Trillion Gorilla in the Room", 19 aprile 2017; nostre elaborazioni. Dati in miliardi espressi nelle rispettive valute.



² Si veda Bloomberg, "Markets Start to Ponder the \$13 Trillion Gorilla in the Room", 19 aprile 2017 in <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-19/markets-start-to-ponder-the-13-trillion-gorilla-in-the-room>

³ Si veda Yardeni Research, "Global Economic Briefing: Central Bank Balance Sheets", gennaio 2019 in <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf>

⁴ Nel dettaglio: FED \$4.000 miliardi; BCE \$5,3 trilioni; Bank of Japan \$4,9. Ibidem.

ciarsi da un modello di crescita che dipende largamente dalla liquidità e dalla **LEVA**, due elementi messi a disposizione prima dalle banche private e in seguito dagli istituti centrali", spiegava nell'agosto 2017 sulle colonne del *Guardian* Mohamed A El-Erian⁵, ex presidente del *Global Development Council* durante l'amministrazione Obama. Di certo, con i mercati carichi di investimenti e gli indici sempre più in orbita, i pericoli non mancano. «Le banche centrali sono ad un bivio», spiegava nell'ottobre del 2017 Paolo Guerrieri, ordinario di Economia all'Università La Sapienza di Roma⁶. «Se si fermano rischiano di far inceppare il motore, se insistono sulla stessa strada continuano ad alimentare una bolla». La trappola, insomma, è in agguato. Ma è davvero colpa delle banche centrali?

Il problema, semmai, è che, in tutti questi anni, le banche centrali sono state lasciate sole. «La politica fiscale è sparita e gli investimenti pubblici, invocati più volte dall'Ocse, sono crollati ovunque nelle aree avanzate» concludeva il docente. «Tutto questo riduce l'efficacia degli stimoli monetari: l'economia cresce ma non abbastanza, la disoccupazione diminuisce ma non si crea inflazione, le condizioni alla base degli squilibri sociali restano intatte». In poche parole: manca la *New Deal*, che aveva caratterizzato il post 1929.

LA BORSA IN CRISI

Nel frattempo, le cure di cui dicevamo hanno prodotto effetti positivi sui listini di Borsa. Ma proprio qui si inserisce il fattore che fa tremare le vene e i polsi per il futuro. Negli ultimi dieci anni, ricorda la società di gestione Carmignac, in una nota diffusa a dicembre 2018, lo S&P 500 è cresciuto del 167% mentre il Nasdaq ha fatto segnare uno spaventoso +464%. Ora però la festa sembra davvero finita. Nel 2018, sottolinea in particolare la nota, i mercati azionari emergenti hanno ceduto mediamente il 17%: quelli cinesi hanno bruciato un quinto del loro valore. Sempre a inizio dicembre l'Eurostoxx 50, un termometro affidabile per i mercati borsistici del Vecchio Continente, viaggia poco sopra i 3.000 punti e ha perso quasi il 13% dal-

⁵ Guardian, "Why haven't politicians learned from the financial crisis?", 18 agosto 2017 in <https://www.theguardian.com/business/2017/aug/17/politicians-lessons-financial-crisis-advanced-economies>

⁶ Si veda Valori, "2007-2017: la crisi del decimo anno", n. 152, ottobre 2017.

Le banche centrali sono state lasciate sole a contrastare la crisi. Dall'agenda dei governi sono spariti gli investimenti pubblici. Ciò riduce l'efficacia degli stimoli monetari

l'inizio dell'anno. L'indice globale Msci World, infine, è sceso nello stesso periodo a quota 1.965 punti cedendo così il 12,6% dal picco di gennaio. Gli USA, per ora, sono relativamente stazionari. Ma non per caso: a compensare gli effetti negativi della risalita dei tassi c'è il rientro dei capitali offshore motivato tanto dalle agevolazioni fiscali quanto dalla fuga dai mercati emergenti (**FLIGHT TO QUALITY**). Che, da parte loro, sono le arcinote vittime delle mosse rialziste della Fed e del conflitto commerciale Washington-Pechino⁷.

A esprimerla, tra gli altri, è l'andamento del cosiddetto *Cyclically adjusted price-to-earnings ratio* (Cape), un indice elaborato dal Premio Nobel Robert Shiller che, in sostanza, misura quanto siano sopravvalutati i titoli azionari dello S&P 500⁸.

Nell'agosto del 2017 il suo valore ha superato i 30 punti, un livello terribilmente alto che fa registrare, non a caso, due soli precedenti storici: la primavera del 1997, nella fase espansiva della bolla DotCom, e la tarda estate del 1929, alla vigilia del Martedì nero di Wall Street [vedi **GRAFICO 2**]. Alla fine del 2018 si è scesi sotto quota 28 punti, un livello comunque elevato⁹.

A settembre 2018 inoltre, il *Case-Shiller National Home Price Index*, l'indice che evidenzia l'andamento dei prezzi del mercato immobiliare Usa, ha toccato il suo massimo sto-

rico a quota 205,8 punti. L'11,5% in più rispetto al picco del luglio 2006¹⁰.

Gli elementi di preoccupazione non sono finiti qui: secondo l'*Institute of International Finance*, l'associazione che riunisce le principali banche del Pianeta, la somma dei debiti registrati nel mondo nel primo trimestre del 2018 ha raggiunto i 247.000 miliardi di dollari¹¹, 29.000 miliardi in più rispetto al dato di fine 2016. Particolari preoccupazioni suscitano i Paesi emergenti che, con debiti totali per 58.500 miliardi di dollari, hanno aggiornato il loro record storico. La risalita dei tassi di interesse, infatti, rende le pendenze sempre meno sostenibili.

BANCHE: CONCENTRAZIONI PIÙ ESTREME...

Ci sono poi una serie di elementi allarmanti insiti nel settore bancario: le concentrazioni estreme erano state additate come uno dei fattori che hanno scatenato l'effetto a catena dal crack Lehman in poi. "Too big to fail" è diventata un'espressione ormai nota anche tra i banchieri dei mercati globali. Ma, notava il *Financial Times* a settembre scorso¹², a dieci anni di distanza, "le grandi bestie sono ancora più grandi". Le prime cinque banche Usa controllavano, all'ultima rilevazione, il 47% delle attività bancarie rispetto al 44% del 2007. E l'1% dei fondi comuni d'investimento detiene il 45% delle attività. Qualche esempio per rendere meglio l'idea.

JPMorgan detiene oggi asset per 2.560 miliardi di dollari. Una cifra sostanzialmente doppia rispetto alla fine del 2006. Un gradino sotto, Bank of America e Deutsche Bank: la prima ha incrementato gli asset del 56% a 2.280 miliardi. L'istituto tedesco — rivela l'agenzia di analisi finanziarie FactSet — è cresciuto del 21%.

Ancora più impressionante la crescita di Wells Fargo che, dopo aver acquisito l'azienda di servizi finanziari Wachovia,

Il controllo delle prime cinque banche Usa

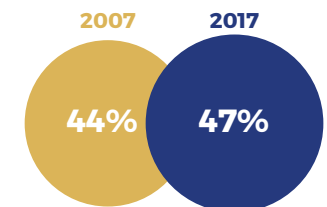
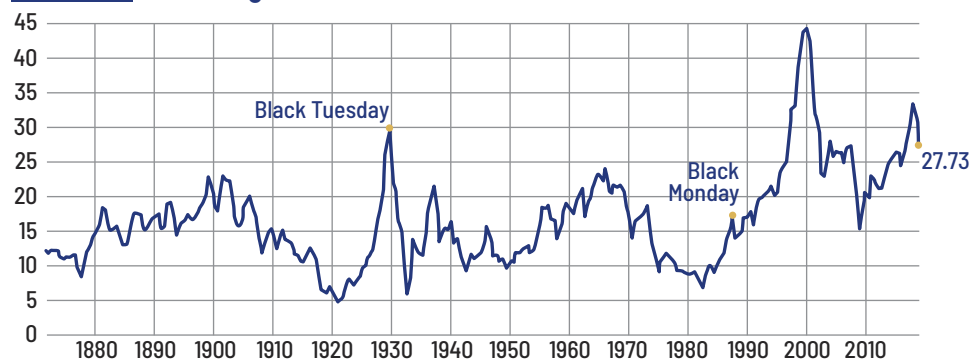


GRAFICO 2 Quanto è gonfiata la Borsa Usa? – CAPE INDEX 1881-2018



Fonte: Robert Shiller, "Irrational Exuberance", in <http://www.multpl.com/shiller-pe/>, accesso a gennaio 2019.

⁷ Si veda Valori, "Fed e dazi: tra USA e Cina perdono gli emergenti", 27 marzo 2018 in <https://valori.it/fed-dazi-usa-cina-perdono-gli-emergenti/>

⁸ Si veda Robert Shiller, "Irrational Exuberance", in <http://www.multpl.com/shiller-pe/table?f=m>

⁹ Ibidem, accesso a gennaio 2019.

¹⁰ Si veda Federal Reserve Bank of St. Louis, "S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index (CSUSHPINSA)" in <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>, accesso a gennaio 2019.

¹¹ Si veda Bloomberg, "Global debt hits a new record at \$247 trn, \$29 trn higher than end of 2016", 12 luglio 2018 in https://www.business-standard.com/article/economy-policy/global-debt-hits-a-new-record-at-247-trn-29-trn-higher-than-end-of-2016-118071200024_1.html

¹² Gillian Tett - "Five surprising outcomes of the 2008 financial crisis". <https://www.ft.com/content/73e3ae2a-b1ca-11e8-8d14-6f049d06439c>

fallita durante la crisi, conta ora 1.930 miliardi e una crescita del 300% in 12 anni.

Ai colossi occidentali si affiancano poi i big dei Paesi emergenti: la Cina su tutti, ovviamente. Le quattro banche sistemiche del Paese hanno più che triplicato i propri asset, rivela S&P Global Market Intelligence: in particolare, la Industrial and Commercial Bank of China (la prima banca del mondo) detiene 3.760 miliardi (erano 1,11 a fine 2006). Un vero e proprio fallimento dei tentativi delle Autorità di regolazione di modificare la struttura del mercato. «Se e quando arriverà una nuova crisi, i player maggiori saranno ancora più grandi dell'ultima volta» ammoniscono gli analisti di S&P Global Market Intelligence.

Come se non bastasse, nemmeno il problema delle compagnie finanziarie non bancarie è stato risolto. Nel 2010, evidenzia ancora il *Financial Times*, le «shadow banks» controllavano 28.000 miliardi di dollari. Oggi stime prudenti calcolano che tale cifra è salita a 45.000 miliardi, pari al 13% delle attività finanziarie mondiali.

... E PIÙ DIPENDENTI A SPASSO

Alla fine dei conti, l'unica cosa a essersi contratta nell'ultimo decennio sono i livelli occupazionali del settore finanziario a seguito delle attività di ristrutturazione: dall'inizio della crisi — calcola un rapporto stilato dalla Uni Finance Global Union¹³ — in 18 Paesi esaminati (15 europei¹⁴, ai quali si aggiungono Australia, India e Stati Uniti), sono stati persi 300.369 posti.

La ricerca ha poi analizzato i dati di 14 banche, tra le quali le 5 più grandi del pianeta. In questo gruppo di istituti di credito, che contano quasi 3 milioni di dipendenti, i posti persi sono stati 121.117. Nello stesso periodo, le stesse banche hanno maturato profitti compresi tra 4 e 40 miliardi di dollari.

¹³ UNI Finance Global Union: «Job losses and restructuring process in the financial sector».

¹⁴ Regno Unito, Spagna, Italia, Francia, Germania, Austria, Finlandia, Norvegia, Svezia, Danimarca, Belgio, Romania, Moldavia, Grecia, Irlanda.

Il controllo delle «shadow banks»

2010

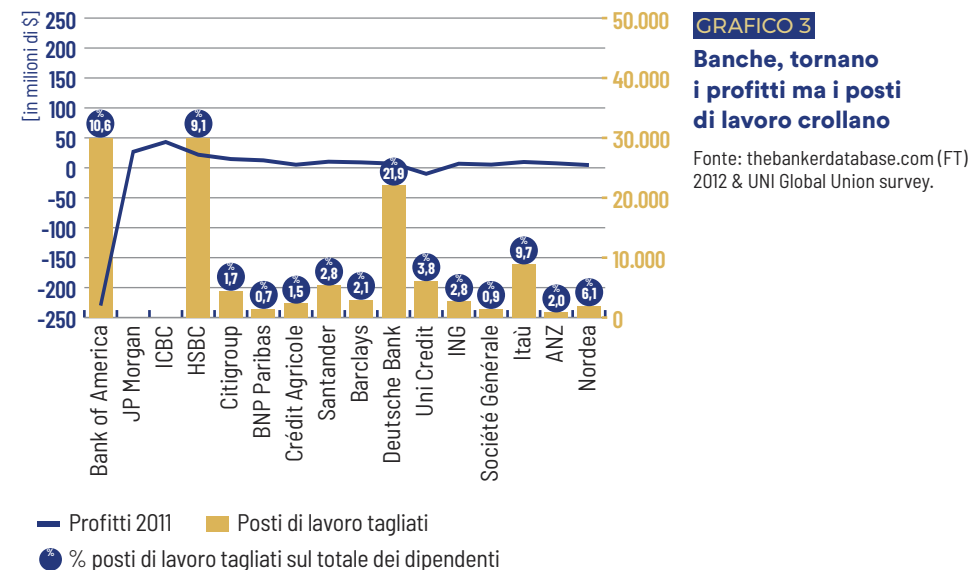
28

mila miliardi di dollari

2017

45

mila miliardi di dollari



LA REPUTAZIONE È COMPROMESSA:

GLI INVESTITORI “SCANSANO” ANCORA I TITOLI BANCARI

In calo dell'8% rispetto al picco del 2007: i titoli finanziari sono l'unico grande gruppo dell'indice S&P 500 che non ha ancora recuperato completamente dal mercato ribassista. A rivelarlo è un'analisi pubblicata a settembre scorso da *Bloomberg*. Prova — scrive l'agenzia — che l'avversione verso il comparto bancario da parte degli investitori non è affatto un ricordo. Anzi, sembra che ci sia una guerra latente tra i gestori di fondi e le banche. Quest'ultimo, ricorda un'analisi di Goldman Sachs, è stato il comparto più evitato tra gli **HEDGE FUND** a fine giugno. Al tempo stesso, i fondi comuni d'investimento hanno ridotto le partecipazioni ai livelli minimi da 5 anni.

Una caduta in disgrazia in piena regola: dieci anni fa, il settore bancario infatti costituiva un quinto del mercato. Ora segna il passo e ha un gap di 12 punti rispetto al settore dei titoli tecnologici.

Lo scetticismo quindi è diffuso, nonostante vari analisti lo considerino non in linea con i fondamentali del mondo bancario, in deciso miglioramento. Gli ultimi 10 anni — spiega ad esempio Mike Mayo, analista di Wells Fargo a Bloomberg — hanno segnato una netta inversione di tendenza per le banche e su più fronti: dalle capitalizzazioni al controllo dei costi all'allineamento dei compensi del top management con i rendimenti garantiti agli azionisti. Ma quando ormai la reputazione è compromessa, difficile tornare indietro. «L'industria bancaria ha perso di caratura» osserva Jack Micenko, analista bancario presso il Susquehanna International Group LLP. In fin dei conti, l'approccio dei gestori di fondi ricorda quello dei neodiplomati in Master e Business Administration: «Rispetto a 10 o 15 anni fa, preferiscono di più le compagnie tecnologiche rispetto a quelle di Wall Street».

Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali, il nozionale globale dei derivati Over-the-Counter (OTC) ammonta a 595.000 miliardi di dollari¹⁵, un dato non distante da quello registrato nel 2007 e pari a circa sette volte il prodotto interno lordo mondiale.

DERIVATI

Negli ultimi dieci anni, ricorda la società di gestione Carmignac, l'indice S&P 500 è cresciuto del 167% mentre il Nasdaq ha fatto segnare uno spaventoso +464%. Nel 2018 tuttavia il mercato ha conosciuto un'inversione di tendenza: nel corso dell'anno (dati a inizio dicembre) i mercati azionari emergenti hanno ceduto mediamente il 17% (-20% gli indici cinesi), l'Eurostoxx 50 ha ceduto quasi il 13, l'indice globale Msci ha perso il 12,6% dal picco di gennaio. Gli USA, per ora, sono relativamente stazionari.

BORSE

COME CAMBIA IL MERCATO (2007-17)

DEBITI

Secondo l'*Institute of International Finance*, l'associazione che riunisce le principali banche del Pianeta, la somma dei debiti registrati nel mondo nel primo trimestre del 2018 ha raggiunto i 247.000 miliardi di dollari, 29.000 miliardi in più rispetto al dato di fine 2016. Particolari preoccupazioni suscitano i Paesi emergenti che, con debiti totali per 58.500 miliardi di dollari, hanno aggiornato il loro record storico.

IMMOBILIARE USA

Nel settembre 2018, inoltre, il Case-Shiller National Home Price Index, l'indice che evidenzia l'andamento dei prezzi del mercato immobiliare americano, ha toccato il suo massimo storico a quota 205,8 punti. L'11,5% in più rispetto al picco del luglio 2006.

¹⁵ Si veda BIS, "OTC derivatives outstanding", 16 dicembre 2018 in <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

RIFORME INCOMPLETE: LA SPECULAZIONE CONTINUA

A dieci anni di distanza dallo scoppio di una delle più grandi crisi economiche della storia, il sistema finanziario continua ad accumulare un potere enorme assumendosi al tempo stesso rischi incalcolabili. I proclami pronunciati con grande clamore dai principali rappresentanti politici del Pianeta al vertice del G20 di Washington nel novembre 2008 sono rimasti lettera morta. E se è vero che l'economia mondiale, in termini convenzionali, sembra tornare progressivamente ai suoi standard pre-crisi, all'orizzonte si profilano nubi scure che evidenziano analogie inquietanti con le cause scatenanti della crisi del 2007-2008.

2018: UN DÉJÀ VU?

Non diversamente da quanto accaduto a inizio millennio, dopo lo scoppio della bolla delle dot-com e gli attentati dell'11 settembre, la politica monetaria si conferma pienamente espansiva. Ma a differenza di allora, gli effetti diretti per l'economia reale sono molto limitati. A trainare la recente crescita economica, suggeriscono gli esperti, potrebbero essere stati più i consumi che gli investimenti delle imprese. E nel frattempo si sperimenta una pericolosa crescita del debito delle famiglie in un contesto di bassi livelli salariali, di aumento generale dei prezzi (soprattutto sul fronte immobiliare), di ridimensionamento del welfare e di crescenti rischi di insolvenza nella prospettiva di futuri rialzi dei tassi.

Le maggiori banche sono diventate ancora più grandi dopo aver assorbito altre istituzioni finanziarie problematiche e attraverso la loro potente azione di lobbying impongono ancora una volta la via della deregolamentazione. Gli organismi globali esistenti funzionano come un circolo ristretto: non hanno regole operative trasparenti, non sono responsabili, non hanno capacità normative o coercitive ed elaborano proposte che vengono successivamente tradotte a livello nazionale o regionale. La Banca Mondiale continua ad operare come una banca di sviluppo e il Fondo Monetario In-

La Banca dei Regolamenti Internazionali rivela: il nozionale dei derivati OTC ammonta a 595.000 miliardi di dollari. Il dato non è distante da quello del 2007 ed è sette volte più grande del Pil mondiale

ternazionale mantiene come unica priorità la stabilità del sistema monetario.

Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank for International Settlements - BIS, promotrice tra l'altro degli accordi di Basilea), il **NOZIONALE** globale dei derivati Over-the-Counter (OTC) ammonta a 595.000 miliardi di dollari¹⁶, un dato non distante da quello registrato nel 2007 e pari a circa sette volte il prodotto interno lordo mondiale. Nel frattempo, le riforme promosse per le banche tradizionali non hanno interessato il cosiddetto sistema bancario ombra (**SHADOW BANKING**). La finanza creativa, l'eccessivo peso delle strategie orientate al profitto di breve periodo, la cartolarizzazione e, in generale, i meccanismi speculativi non sono ancora disincentivati.

Ad aggravare questo cocktail esplosivo è poi la crescente disuguaglianza¹⁷. Le casse pubbliche sono gravate dal peso dei salvataggi bancari mentre i debiti pubblici e privati — 2.500 miliardi di euro dei quali in mano alla BCE e alle banche centrali della UE — sperimentano una crescita galoppante. Il debito pubblico dei Paesi europei più colpiti dalla crisi supera di gran lunga il valore del prodotto nazionale¹⁸. Il debito globale è aumentato di oltre il 40% negli ultimi dieci anni¹⁹. Un contesto problematico di fronte all'ipotesi di nuove crisi.

RIFORME: TANTO FUMO, POCO ARROSTO

Alla fine la presunta rifondazione del capitalismo non ha avuto luogo. Le riforme sono state deboli: interessano la gestione del rischio nell'attività bancaria ma non il sistema nel suo complesso.

¹⁶ Si veda BIS, "OTC derivatives outstanding", 16 dicembre 2018 in <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

¹⁷ Si veda OECD, "An Overview of Growing Income Inequalities in OECD Countries: Main Findings", 5 dicembre 2011 in <https://www.oecd.org/els/soc/49499779.pdf>. L'analisi evidenzia un peggioramento sostanziale dell'indice di Gini nei Paesi OCSE rispetto ai livelli rilevati negli anni precedenti alla crisi.

¹⁸ Si veda in particolare il 180% registrato in Grecia, il 132% rilevato in Italia e il 125% del Portogallo. Eurostat, "Government debt down to 86.3% of GDP in euro area", 23 ottobre 2018 in <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2040695/164-2018-EN.pdf/777c4a5d-d0ef-4b87-b8fa-7e41d3a2b2ef>

¹⁹ Si veda Nikkei Asian Review, "Global debt ballooned 40% in decade after financial crisis", 15 settembre 2018 in <https://asia.nikkei.com/Economy/Global-debt-ballooned-40-in-decade-after-financial-crisis>

Gli schemi di gestione delle crisi bancarie²⁰ sono ancora difficili da giudicare. Lo evidenzia, ad esempio, il piano di liquidazione di Banco Popular, sesto istituto spagnolo per valore delle attività, realizzato nel 2017. L'intervento non ha comportato alcun costo per le casse pubbliche né per i correntisti. Ma la gestione della banca dal 2012 in avanti non è stata priva di intrighi e controversie e molte cause legali sono ancora pendenti, quindi bisognerà vedere quale sarà l'esito di queste azioni. Viene inoltre da chiedersi se i meccanismi di intervento funzioneranno anche per le banche più grandi e con una maggiore esposizione ai rischi esterni, ammesso che gli interventi siano effettivamente avviati in tempo.

Le autorità di regolamentazione hanno imposto requisiti di trasparenza più stringenti per le banche e hanno adottato ulteriori misure legislative per proteggere i piccoli investitori che hanno subito evidenti abusi a causa di "asimmetrie" informative. In Europa, queste misure includono l'introduzione nel 2014 di versioni aggiornate della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), inizialmente concepita per rafforzare il mercato unico europeo dei capitali dando contemporaneamente maggiore protezione ai clienti. Nonostante i disagi per questi ultimi e i costi burocratici, queste misure di protezione, per il momento, sembrano essere efficaci.

Altre riforme²¹ hanno prodotto una maggiore capacità di controllo e di ispezione da parte delle autorità di regolamentazione bancaria. La crisi, però, non ha dimostrato solo la limitata capacità di vigilanza delle autorità di regolamentazione ma anche il loro disinteresse e persino la loro collusione con il sistema bancario stesso. E questo non è un problema che può essere risolto con migliori strumenti di vigilanza quanto piuttosto con una maggiore responsabilità delle autorità di regolamentazione nei confronti del pubblico.

Le misure previste dagli accordi di Basilea III nel 2017²², infine, interessano in pratica solo le banche tradizionali escludendo dalla regolamentazione il resto degli operatori finanziari. Le norme prevedono aumenti di capitale, restrizioni sulla leva finanziaria, un controllo sui meccanismi di calcolo del rischio creditizio e l'introduzione di misure di prevenzione dei rischi operativi (nei suoi sistemi interni o in caso di eventi

²⁰ In Europa la Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD).

²¹ Per esempio con la creazione del Financial Stability Board (FSB) in seno alla BIS o dello European System of Financial Supervision (ESFS).

²² Si veda BIS, "Basel III: international regulatory framework for banks", 7 dicembre 2017 in <https://www.bis.org/bcb/basel3.htm>

La crisi ha dimostrato il disinteresse e la collusione delle autorità regolatorie con il sistema bancario

Le misure adottate non hanno frenato la speculazione né affrontato il problema degli effetti negativi sulla società causati dai comportamenti delle banche

esterni). Ma anche questi interventi non cambiano troppo la sostanza. Le grandi banche continuano a muoversi liberamente e ad assumere rischi sproporzionati.

In generale, le misure adottate sembrano essere più di carattere tecnico che politico. Non è stato posto un freno alla speculazione, non sono state assunte misure per scongiurare il rischio contagio in caso di nuove crisi e non è ancora stato affrontato il problema degli effetti negativi che i comportamenti delle banche possono avere sulla società nel suo complesso. Infine, non sono state imposte misure anticicliche di ampia portata per superare definitivamente il vecchio principio della privatizzazione dei profitti e della socializzazione delle perdite. Il sistema, insomma, rimane agli antipodi dell'interesse comune.

DERIVATI: UNA BOLLA PIÙ GRANDE DEL PREVISTO?

Il valore reale del mercato globale dei derivati potrebbe essere decisamente superiore alla stima convenzionale riportata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank of International Settlements, BIS). Lo lasciano intendere gli ultimi dati sul mercato del Vecchio Continente. Secondo l'ultimo rapporto della European Securities and Markets Authority (ESMA)²³ nel corso del 2017 la sola Europa avrebbe registrato 74 milioni di transazioni sul mercato dei derivati per un nozionale complessivo da 660 mila miliardi di euro. La cifra evidenzia una crescita significativa (+55 mila miliardi da inizio anno) e comprende sia le operazioni over-the-counter (OTC) – ben 542 mila miliardi di controvalore – sia quelle gestite dalle clearing houses. Il 69% dei titoli scambiati sono contratti sui tassi di interesse. Quasi tutte le operazioni (95%) sono condotte da banche e società di investimento. A gennaio, intervenendo sulle pagine del quotidiano Italia Oggi²⁴, l'ex sottosegretario all'Economia Mario Lettieri e l'economista Paolo Raimondi hanno lanciato l'allarme. Nella sua

ultima indagine, spiegano, la BIS ha stimato in 622 mila miliardi di dollari valore totale dei derivati in essere a livello globale; di questi, i titoli OTC ammontano a 532 mila miliardi²⁵. Il problema, sostengono però Lettieri e Raimondi, è che le valutazioni della BIS «si basano solo su dei sondaggi fatti attraverso le banche centrali di alcuni Paesi con alcune grandi banche intenzionali». Che «in pratica riportano ciò che vogliono». Il rapporto dell'ESMA, al contrario, «si basa su dati più veritieri e molto dettagliati». A conti fatti, sostengono, il peso reale degli strumenti derivati nel mondo sarebbe quindi ampiamente maggiore del previsto. Con tutti i rischi che la cosa comporta. «La BIS, inoltre, ha sempre indicato che la "componente europea" del mercato dei derivati fosse circa un quarto del totale mondiale» scrivono ancora i due analisti. «Se tale stima fosse confermata, allora la bolla degli OTC potrebbe essere di dimensioni enormemente maggiori rispetto a quella finora conosciuta. Ci sono parecchie ragioni per prendere dannatamente sul serio la cosa».

«ATTENZIONE, I MOSTRI SONO TORNATI»

Ormai sentiamo dire da tutte le parti che la crisi è finita. È proprio così?

No, assolutamente no. La crisi non è finita perché i problemi macroeconomici che l'hanno prodotta non sono stati risolti. Inoltre, gli investimenti nell'economia reale sono al minimo e gli stessi rendimenti degli investimenti sono molto bassi. Il sistema è ancora instabile. La cosa positiva è però che le banche hanno più capitale proprio e possono far fronte con proprie risorse ad eventuali nuove crisi.

Quindi qualcosa è cambiato, alcune riforme hanno funzionato?

Sì, certo. Le riforme in Europa e negli USA hanno seguito più o meno lo stesso percorso, portando a risultati simili. Il problema delle riforme è che ora, dopo dieci anni dallo scoppio della crisi, i mostri sono tornati e per mostri intendo le lobby bancarie, che tentano in tutti i modi di far abbassare i requisiti di capitalizzazione. Purtroppo molti colleghi del Parlamento europeo hanno la memoria corta e danno loro retta.

Ci sono altri successi di cui vale la pena parlare?

Sì, per esempio il **CLEARING** (compensazione) dei contratti finanziari derivati. Prima della crisi i derivati OTC (**OVER THE COUNTER**), acquistati e venduti al di fuori dei mercati regolamentati, non avevano l'obbligo di regolare le transazioni tramite una "cassa di compensazione" (*clearing house*). Con il regolamento EMIR del 2012 questo obbligo è stato introdotto e oggi un numero crescente di scambi di derivati OTC è compensato da una clearing house: un organo terzo tra il venditore e l'acquirente che, dietro compenso, si assume il rischio che una delle parti coinvolte nei contratti vada in insolvenza.

L'EMIR quindi ha funzionato?

Sicuramente. E sta funzionando anche il sistema europeo di vigilanza bancaria, che prima non c'era. Prima avevamo singoli controllori statali molto deboli e ora abbiamo un controllore unico, a livello europeo, che ha deciso che esistono

Intervista a Sven Giegold (Verdi europei): i regolamenti Ue e la vigilanza comune stanno funzionando ma le lobby bancarie hanno ripreso forza. Il percorso antispeculazione non è finito.

Sven Giegold, portavoce finanziario dei Verdi al Parlamento europeo: «Le nuove norme europee stanno funzionando ma le lobby bancarie hanno ripreso forza. E la speculazione non è mai finita»

²³ Si veda ESMA, "ESMA Annual Statistical Report EU Derivatives Markets 2018", 18 ottobre 2018 in https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-639_esma-rae_asr-derivatives_2018.pdf

²⁴ Si veda ItaliaOggi, "Derivati, c'è una grande bolla", 2 gennaio 2019. L'articolo è riportato interamente in https://www.ariannaeditrice.it/articolo.php?id_articolo=61397

²⁵ Si veda BIS, "Global OTC derivatives market", 16 dicembre 2018 in https://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf

A dicembre 2018 la Commissione Ue ha introdotto un limite al rapporto tra capitale e debiti. Lo ha fissato al 3%. Un tetto ridicolo ma è un primo passo

banche "sistemiche", la cui eventuale instabilità è di importanza tale da pesare sull'economia mondiale. È chiaro, però, che la vigilanza bancaria comune a livello europeo sarà completa solo quando avremo uno schema europeo di garanzia dei depositi.

Che però stenta a decollare...

Sì e i bastoni tra le ruote li sta mettendo soprattutto l'Italia, che dovrebbe decidersi ad accettare le regole del bail-in in vigore dal 2016 (*risoluzione di crisi bancarie che prevede il coinvolgimento diretto di azionisti, obbligazionisti e correntisti, ndr*) invece che cercare ogni volta delle scappatoie.

Sono stati fatti passi avanti in questo ultimo anno?

Sì, nel dicembre del 2018 la Commissione Europea ha introdotto, nel cosiddetto "risk reduction package" (*pacchetto per la riduzione dei rischi*), un limite minimo per il leverage delle banche (indice di indebitamento), cioè il rapporto tra capitale proprio e debiti. L'ha fissato al 3%, ma per le banche sistemiche sarà più alto. È una norma già contenuta nell'accordo di Basilea III, ora però è a tutti gli effetti diritto europeo. Il 3%, chiaramente, è ridicolo ma è un primo passo. Almeno ora abbiamo qualcosa di definito, un parametro di riferimento a cui orientarsi, che prima non esisteva.

Sono poi state introdotte misure che richiedono alle banche quotate in borsa di dichiarare i propri rischi ESG (ambientali, sociali e di governance). I criteri ESG e i rischi di esposizione al riciclaggio di denaro saranno anche considerati nella definizione dei requisiti patrimoniali delle banche.

Ci sono altre riforme all'orizzonte per prevenire nuove crisi?

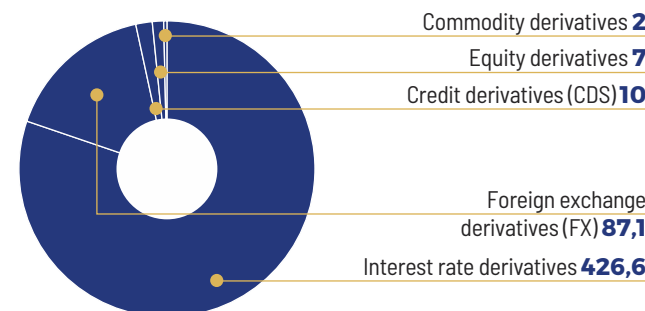
Ci sono ma il corso delle riforme è rallentato, dopo dieci anni si sente meno l'urgenza di intervenire. Si sta lavorando alla "capital markets union" (*unione dei mercati dei capitali*) contro la frammentazione dei mercati: sicuramente sono stati fatti passi avanti ma non nella direzione che ci eravamo augurati. Manca ancora un'armonizzazione delle norme nazionali in materia di insolvenza. Per questo la direttiva BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive), per prevenire e gestire le crisi delle banche, è di fatto un'anatra zoppa: i singoli Paesi possono adottare le proprie procedure di insolvenza in contrasto con il diritto europeo. E manca anche un'armonizzazione del trattamento fiscale dei redditi da capitale. Insomma, la carne al fuoco è molta ma il percorso è più che mai in salita.

GRAFICO 4 IL MONDO DEI DERIVATI OTC

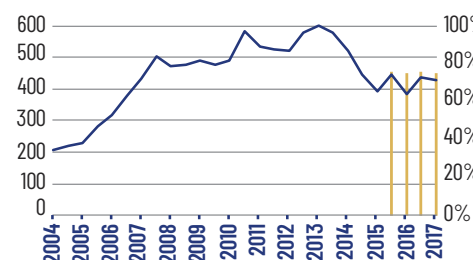
Una quota sempre più ampia di contratti derivati è oggi compensata attraverso CCP (Central Counterparty **CLEARING** House, in italiano "stanze di compensazione o controparti centrali"). Secondo i dati più recenti della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), la quota di derivati compensati a livello centrale (in particolare i derivati sui tassi d'interesse e sui crediti, che sono i più diffusi) è aumentata in modo significativo negli ultimi anni.

Alla fine del 2017, il sottostante complessivo dei derivati OTC (**OVER THE COUNTER**) era pari a 532.000 miliardi di dollari USA. Circa il 75% del totale è compensato attraverso una CCP, con un incremento del 50% rispetto a un decennio prima (si considera qui il periodo 2007-2017, ndr).

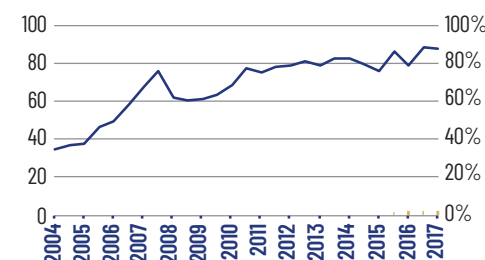
Fonte: BIS derivatives statistics.
Dati in migliaia di miliardi di USD.



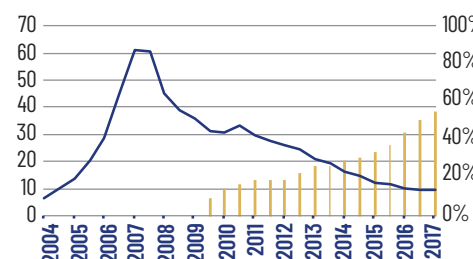
Derivati sui tassi d'interesse



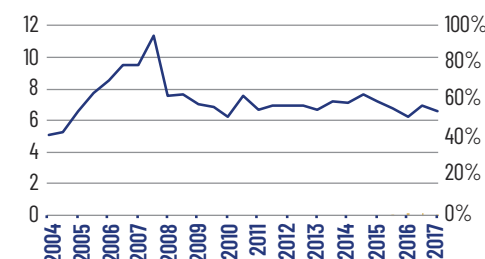
Derivati sui cambi



Derivati sui crediti



Derivati azionari



— Valore sottostante del totale dei derivati OTC in essere — Quota di derivati compensati mediante una controparte centrale (asse a destra)

CHANGE FINANCE: 50 SIGLE SI ALLEANO PER CORREGGERE LA FINANZA

Costruire un sistema finanziario stabile e governato democraticamente che serva davvero i cittadini e il Pianeta. È un impegno ambizioso ma non di meno indispensabile se si vogliono davvero rivedere alla base i meccanismi che hanno permesso lo scoppio della crisi finanziaria. A porcelo è la campagna "Change Finance", avviata a settembre scorso da una coalizione internazionale composta da più di 50 fra Ong, associazioni e organizzazioni. Tra loro l'italiana Fondazione Finanza Etica (FFE). «Le reti della società civile europea da tempo denunciano l'assenza di coraggio e di iniziativa politica in risposta alla crisi» spiega Simone Siliani, direttore della FFE. «All'interno di questa campagna, vogliono organizzare iniziative in tutta Europa per fare pressione sui decisori politici continentali. Se c'è un segnale di speranza rispetto a quando la crisi scoppiò 10 anni fa è proprio nell'aumentata consapevolezza di quanti chiedono che sia la finanza ad essere al servizio dell'economia e delle persone e non viceversa».

I propositi si traducono in 14 proposte²⁶ per regolare le attività finanziarie. Quali? I promotori chiedono ad esempio di disincentivare la finanziarizzazione dei servizi di welfare (a partire da educazione e sanità) e gli investimenti speculativi e di breve termine, introdurre strumenti per orientare socialmente ed ecologicamente gli investimenti, avviare

un percorso di progressivo disinvestimento verso i settori dannosi per il Pianeta, a partire dalle fonti energetiche fossili. Al tempo stesso, fondamentale introdurre limiti alle attività di lobbying dell'industria finanziaria e aumentare la trasparenza delle informazioni fornite dagli istituti bancari intensificando i controlli sul mercato dei derivati e sul settore bancario ombra. Ma non è tutto: «Occorre separare le attività delle banche di investimento dalle operazioni bancarie tradizionali» spiega Jordi Ibañez, direttore di Fundación Finanzas Éticas²⁷, che aggiunge: «Le agenzie di rating devono essere sottoposte al controllo pubblico ed evitare conflitti di interesse, il perseguimento di strategie di profitto di breve periodo deve essere disincentivato e l'utilizzo degli strumenti finanziari di copertura, tra cui i derivati, deve essere regolamentato per prevenirne gli abusi». Infine, una proposta che eviterebbe il ripetersi del crack a catena del 2008: creare sistemi di interconnessione del sistema finanziario che lo renda in grado di assorbire autonomamente le proprie perdite. "Nessuna impresa dovrebbe essere too big to fail" scrivono i promotori di Change Finance. La campagna è partita ufficialmente il 15 settembre 2018 con iniziative in tutta Europa (principalmente in Austria, Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Olanda, Regno Unito, Scozia e Spagna) e negli USA.

²⁶ Le proposte nel dettaglio sono citate in www.changefinance.org e in Finance Watch "Ten Years After: Back to Business as Usual", 15 settembre 2018 in <https://www.finance-watch.org/wp-content/uploads/2018/09/10YA-FW-report.pdf>

²⁷ www.finanzaseticas.net

FINANZA USA: CON TRUMP SOFFIA VENTO DI RESTAURAZIONE

Il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, la legge di riforma del sistema finanziario americano approvata nel 2010, è ancora in vigore. Ma il suo potenziale si è notevolmente ridotto a seguito di alcune modifiche significative. Il 22 maggio del 2018, la Camera dei Rappresentanti del Congresso statunitense ha votato a favore delle nuove norme già approvate due mesi prima dal Senato. La nuova legge alleggerisce la regolamentazione per le banche che non pongono un rischio sistemico (quelle con asset complessivi inferiori a 250 miliardi di dollari contro i 50 previsti in precedenza). Un cambio di rotta, quest'ultimo, fortemente voluto da Donald Trump che, due giorni dopo il voto della Camera, ha firmato la legge.

Promosso da Barack Obama, il Dodd-Frank puntava a introdurre norme più severe per ridurre il livello di rischio nel mercato finanziario. La maxi riforma — oltre 400 articoli per un totale di circa 8mila pagine — disciplina svariati settori: dalle materie prime ai derivati, dalle attività bancarie agli stipendi dei manager. La novità più importante è costituita dalla cosiddetta *Volker rule*, la norma che proibisce il **PROPRIETARY TRADING**, ovvero l'utilizzo dei fondi della clientela (i depositi) per investimenti realizzati allo scopo di conseguire un profitto per la banca.

Proprio il massiccio uso del proprietary trading, dicono i critici, avrebbe aperto la strada alle operazioni di speculazione — a partire da quelle sulle cartolarizzazioni dei mutui — all'origine della grande crisi globale del 2007-08. Il divieto — che richiama il vecchio Glass-Steagall Act del 1933 (abolito nel 1999 da Bill Clinton) — mira a ridurre il rischio default degli istituti. I principi del Dodd-Frank devono essere tradotti in regole attuative elaborate dalle varie agenzie federali, come la SEC o la CFTC. Un processo molto lungo. Nel luglio 2016²⁸, segnala l'ultima analisi dello studio legale newyorchese Davis Polk & Wardwell, le norme ancora prive di traduzione erano 116 su 390.

²⁸ Davis Polk, "Dodd-Frank Progress Report", 19 luglio 2016 in <https://www.davispolk.com/files/2016-dodd-frank-six-year-anniversary-report.pdf>

Le prime 5 banche Usa controllano il 94% dei derivati americani: 194.700 miliardi di dollari su un totale di 207

La nuova legge approvata a maggio garantisce l'esonero dal rispetto della Volcker Rule soltanto agli istituti più piccoli, quelli con asset inferiori ai 10 miliardi di dollari²⁹. Ma il rischio è che ulteriori riforme possano indebolire successivamente la Volcker stessa. A pochi giorni dal voto della Camera, la Federal Reserve ha avanzato una proposta per semplificare la normativa. «Il nostro obiettivo è quello di sostituire i requisiti eccessivamente complessi e inefficienti con una serie di regole più snelle», ha dichiarato il presidente della Fed, Jerome Powell³⁰.

Allo stato attuale della legge, tocca alle banche dimostrare la compatibilità regolamentare delle transazioni condotte con i depositi della clientela, evidenziando di volta in volta la loro natura di operazioni di copertura (**HEDGING**) e non di mera speculazione. La proposta di riforma della Volcker, al contrario, ipotizza di trasferire ai regolatori l'onere del controllo. Agli istituti di credito verrebbe imposto di attuare soltanto alcune semplici verifiche interne. In pratica un via libera alla speculazione che favorirà le maggiori banche del Paese, quelle più esposte sui derivati. Al 30 giugno del 2018, segnala l'ultima analisi dell'Office of the Comptroller of the Currency, il principale ente di supervisione del settore bancario americano, gli istituti Usa avevano in portafoglio un nozionale³¹ di titoli derivati pari a 207.000 miliardi di dollari³². Le prime

²⁹ America 24, Il Sole 24 Ore, "Congresso Usa smantella la riforma finanziaria post-crisi in favore delle banche più piccole", 23 maggio 2018 in <http://america24.com/news/congresso-usa-smantella-riforma-finanziaria-post-crisi-in-favore-delle-banche-piu-piccole>

³⁰ Federal Reserve, "Opening Statement on the Volcker Rule Proposal by Chairman Jerome H. Powell", 30 maggio 2018 in <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/powell-statement-20180530.htm>

³¹ Il nozionale misura il valore di tutti i contratti derivati sottoscritti. Si tratta per tanto di un dato teorico che non identifica in alcun modo il rischio reale associato ai derivati stessi. In un portafoglio la maggior parte dei contratti in essere è costituito da titoli derivati che si annullano a vicenda (es. un derivato sottoscritto da A con B che impegna A a pagare un premio a B in caso di rialzo di un tasso di interesse di riferimento è bilanciato da un altro derivato sottoscritto da A con C che impegna C a pagare un premio equivalente ad A in caso di rialzo del medesimo tasso). Per questa ragione a risultare decisamente più significativo del nozionale è il dato sulla posizione netta che identifica le perdite potenziali massime sui derivati in essere. Il valore della posizione netta può essere anche migliaia di volte inferiore a quello del nozionale (es. decine di miliardi Vs decine di migliaia di miliardi).

³² Office of the Comptroller of the Currency, "Notional Amounts Of Derivative Contracts Top 25 Commercial Banks, Savings Associations And Trust Companies In Derivatives June 30, 2018, Millions Of Dollars" in "Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Second Quarter 2018", 10 settembre 2018 in <https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq218.pdf>

cinque banche — JP Morgan, Citibank, Bank of America, Goldman Sachs e Wells Fargo — controllano da sole il 94% del totale: 194.700 miliardi di dollari³³.

Il 31 ottobre 2018, infine, la Federal Reserve ha proposto un nuovo set di regole che, sostanzialmente, riducono il peso dei vincoli patrimoniali e degli stress test per tutte le banche, con l'eccezione degli istituti più grandi³⁴.

TABELLA 1 La concentrazione dei derivati nel settore bancario americano

	BANCA	NOZIONALE [mln di \$]		BANCA	NOZIONALE [mln di \$]
1	JP MORGAN	57.091.910	15	CAPITAL ONE NATIONAL	152.383
2	CITIBANK	55.189.426	16	CITIZENS BANK	113.671
3	GOLDMAN SACHS	52.158.889	17	KEYBANK	103.342
4	BANK OF AMERICA	21.733.173	18	REGIONS BANK	102.370
5	WELLS FARGO	8.817.583	19	MUFG UNION BANK	91.079
6	HSBC	5.501.032	20	FIFTH THIRD BANK	89.952
7	STATE STREET BANK&TRUST	2.187.968	21	BRANCH BANKING&TRUST	59.131
8	BANK OF NEW YORK MELLON	960.574	22	BOKF NATIONAL	58.296
9	PNC BANK NATIONAL	476.275	23	MANUFACTURERS&TRADE RS TR	55.814
10	US BANK NATIONAL	401.870	24	COMPASS BANK	48.707
11	MORGAN STANLEY	305.845	25	CAPITAL ONE BANK USA	45.418
12	NORTHERN TRUST	300.886			
13	SUN TRUST BANK	234.597		Totale TOP 25	206.476.335
14	TD BANK	196.144		Totale banche commerciali USA	207.186.357

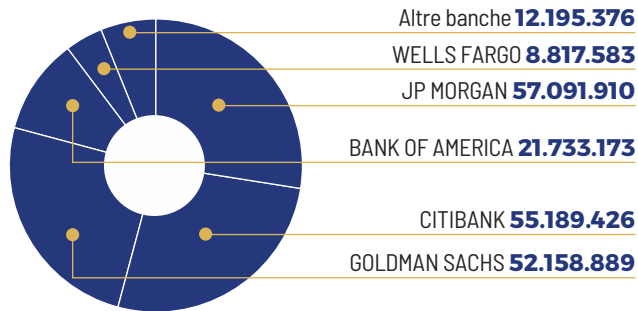
Fonte: Office of the Comptroller of the Currency, "Notional Amounts Of Derivative Contracts Top 25 Commercial Banks, Savings Associations And Trust Companies In Derivatives June 30, 2018, Millions Of Dollars" in "Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Second Quarter 2018", 10 settembre 2018 in <https://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq218.pdf>. Dati in milioni di dollari.

³³ Ibidem, nostre elaborazioni.

³⁴ Scrive la CNBC nella sua edizione online: "For banks at the highest asset levels, the rules remain in place, though Fed officials said Wednesday they are looking to move away from annual public stress tests. Those banks would still test annually, but would only have to report the results every two years". Si veda CNBC, "Fed sets new rules to ease regulations on smaller banks", 31 ottobre 2018 <https://www.cnbc.com/2018/10/31/fed-sets-new-rules-to-ease-regulations-on-smaller-banks.html>

GRAFICO 5

**La concentrazione
dei derivati nel settore
bancario americano**



Fonte: Office of the Comptroller of the Currency, "Notional Amounts Of Derivative Contracts Top 25 Commercial Banks, Savings Associations And Trust Companies In Derivatives June 30, 2018, Millions Of Dollars" in "Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities Second Quarter 2018", 10 settembre 2018 in <https://www OCC.gov/topics/capital-markets/financial-markets/derivatives/dq218.pdf>; nostre elaborazioni.
Dati in milioni di dollari.

I LOBBISTI DI WALL STREET? UN POTERE ANCORA IMMENSO

«La maggiore preoccupazione relativa all'indebolimento del Dodd-Frank Act è data dalla perdita progressiva delle limitate misure di prevenzione delle crisi. Senza di esse assisteremo ai medesimi comportamenti rischiosi che hanno contribuito alla crisi finanziaria del 2008». Lo sostiene Eric LeCompte, opinionista, attivista e direttore di Jubilee Debt Usa, la filiale americana della campagna internazionale per la cancellazione dei debiti dei Paesi più poveri³⁵. È un pericolo concreto, soprattutto di fronte all'intensificarsi di un fenomeno che non sembra passare mai di moda: il lobbismo.

Dietro allo smantellamento del Dodd-Frank c'è un provvedimento conosciuto come "Crapo bill", una misura di deregolamentazione firmata tra gli altri dal presidente della Commissione bancaria del Senato USA (Senate Banking Committee), Mike Crapo, esponente repubblicano dell'Idaho. La norma, che viene incontro alle ambizioni di deregolamentazione dell'amministrazione Trump, ha trovato un significativo sostegno bipartisan al Congresso. A votare a favore della legge, oltre ai repubblicani, anche 17 senatori e 33 deputati democratici.

Ma non è tutto: come ha notato qualcuno³⁶, i tre esponenti Dem presso la Commissione senatoriale che hanno partecipato alla stesura del provvedimento sono stati anche i primi beneficiari, in termini di ammontare raccolto, delle donazioni della lobby finanziaria al mondo politico americano nel biennio 2017-18.

Secondo i dati del Center for Responsive Politics³⁷, un think tank indipendente di Washington, nel biennio 2017-18 la senatrice democratica del North Dakota Heidi Heitkamp ha ricevuto dall'industria finanziaria contributi complessivi per oltre 320mila dollari, precedendo in classifica i colleghi di partito Jon Tester (Montana) e Joe Donnelly (Indiana) che ne hanno incassati rispettivamente 275 e 234mila circa. In totale i senatori che hanno ricevuto finanziamenti dal settore finanziario nel periodo in esame sono 96 per una cifra complessiva di 4,9 milioni di dollari. «I lobbisti del settore finanziario continuano ad essere uno dei gruppi più forti a Washington» commenta

³⁵ Intervista con gli autori, 29 novembre 2018. Eric LeCompte è anche membro di gruppi di lavoro presso la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) e lo United Nations Human Rights Office of the High Commissioner (UNHCHR). Si veda <https://events.bizzabo.com/208014/agenda/speakers/367633?widget=true>

³⁶ The Intercept, "Democrats who voted to deregulate wall street got wiped out in a setback for bank lobbyists", 10 novembre 2018 in <https://theintercept.com/2018/11/10/dodd-frank-deregulation-midterms-2018/>

³⁷ Center for Responsive Politics, "Commercial Banks: Money to Congress. 2018", accesso al 9 dicembre 2018, in <https://www.opensecrets.org/industries/summary.php?ind=F03&cycle=2018&recipdetail=S&mem=Y>

LeCompte. «Hanno un potere enorme, a prescindere da chi siede alla Casa Bianca o al Congresso».

Il futuro, in ogni caso, resta incerto. Soprattutto dopo le elezioni di midterm del novembre 2018 che hanno visto i democratici conquistare la maggioranza alla Camera. Agli inizi di gennaio del 2019 è stata nominata alla presidenza della Commissione ai Servizi Finanziari della Camera (House Financial Services Committee) la deputata Dem della California Maxine Waters. A novembre, la stessa Waters è intervenuta con forza sul tema delle riforme lanciando una vera e propria sfida a

Trump. «I giorni in cui la Commissione si impegnava a indebolire la regolamentazione finanziaria mettendo nuovamente la nostra economia a rischio sono destinati a finire» ha dichiarato³⁸. Ma la persistente maggioranza repubblicana in Senato continua a pesare. «Penso che la Camera proteggerà le norme di regolamentazione finanziaria» dichiara ancora LeCompte. «Probabilmente — aggiunge — assisteremo a una nuova legislazione che rafforza la sicurezza nel settore finanziario e a iniziative della Camera a sostegno della trasparenza. Ma è difficile dire se il Senato le approverà».

³⁸ CNBC, "Maxine Waters says easing banking regulations 'will come to an end' when she takes committee chair", 14 novembre 2018 in <https://www.cnbc.com/2018/11/14/maxine-waters-days-of-easing-bank-regulations-will-come-to-an-end.html>

TABELLA 2 | I contributi della lobby finanziaria al Senato USA 2017-18

	SENATORE	Finanziamenti [in \$]		SENATORE	Finanziamenti [in \$]
1	Heitkamp, Heidi (D-ND)	321.129	26	Cotton, Tom (R-AR)	69.354
2	Tester, Jon (D-MT)	274.944	27	Flake, Jeff (R-AZ)	65.600
3	Donnelly, Joe (D-IN)	234.466	28	McConnell, Mitch (R-KY)	65.275
4	Heller, Dean (R-NV)	227.325	29	Hyde-Smith, Cindy (R-MS)	61.039
5	McCaskill, Claire (D-MO)	197.558	30	Fischer, Deb (R-NE)	57.980
6	Brown, Sherrod (D-OH)	169.293	31	Tillis, Thom (R-NC)	57.400
7	Stabenow, Debbie (D-MI)	164.042	32	Klobuchar, Amy (D-MN)	54.957
8	Kaine, Tim (D-VA)	152.698	33	Thune, John (R-SD)	51.950
9	Crapo, Mike (R-ID)	134.700	34	Lankford, James (R-OK)	49.600
10	Jones, Doug (D-AL)	126.363	35	Menendez, Robert (D-NJ)	48.360
11	Murphy, Christopher S (D-CT)	121.844	36	Cassidy, Bill (R-LA)	48.350
12	Casey, Bob (D-PA)	119.706	37	Perdue, David (R-GA)	48.250
13	Cornyn, John (R-TX)	106.900	38	King, Angus (I-ME)	43.150
14	Cruz, Ted (R-TX)	103.350	39	Rounds, Mike (R-SD)	40.700
15	Gillibrand, Kirsten (D-NY)	96.784	40	Kennedy, John (R-LA)	40.366
16	Warner, Mark (D-VA)	93.898	41	Booker, Cory (D-NJ)	39.461
17	Carper, Tom (D-DE)	88.986	42	Peters, Gary (D-MI)	38.971
18	Feinstein, Dianne (D-CA)	87.803	43	Portman, Rob (R-OH)	37.450
19	Toomey, Pat (R-PA)	85.050	44	Baldwin, Tammy (D-WI)	37.190
20	Manchin, Joe (D-WV)	83.416	45	Heinrich, Martin (D-NM)	35.868
21	Strange, Luther (R-AL)	78.800	46	Corker, Bob (R-TN)	33.651
22	Wicker, Roger (R-MS)	77.261	47	Smith, Tina (D-MN)	32.293
23	Nelson, Bill (D-FL)	76.880	48	Sasse, Ben (R-NE)	30.900
24	Barrasso, John A (R-WY)	74.700	49	Scott, Tim (R-SC)	27.100
25	Hatch, Orrin G (R-UT)	73.300	50	Capito, Shelley Moore (R-WV)	25.000

Fonte. Center for Responsive Politics, "Commercial Banks: Money to Congress. 2018", accesso al 9 dicembre 2018, in <https://www.opensecrets.org/industries/summary.php?ind=F03&cycle=2018&recipdetail=S&mem=Y>

	SENATORE	Finanziamenti [in \$]		SENATORE	Finanziamenti [in \$]
51	Risch, James E (R-ID)	24.100	76	Harris, Kamala D (D-CA)	5.692
52	Gardner, Cory (R-CO)	22.800	77	Sanders, Bernie (I-VT)	5.494
53	Ernst, Joni (R-IA)	22.049	78	Paul, Rand (R-KY)	5.400
54	Moran, Jerry (R-KS)	21.050	79	Duckworth, Tammy (D-IL)	5.261
55	Whitehouse, Sheldon (D-RI)	20.865	80	Markey, Ed (D-MA)	4.746
56	Cantwell, Maria (D-WA)	18.576	81	Masto, Catherine Cortez (D-NV)	4.146
57	Inhofe, James M (R-OK)	17.350	82	Sullivan, Dan (R-AK)	4.000
58	Graham, Lindsey (R-SC)	15.800	83	Blunt, Roy (R-MO)	3.500
59	Boozman, John (R-AR)	15.500	84	Hassan, Maggie (D-NH)	3.051
60	Reed, Jack (D-RI)	14.125	85	Burr, Richard (R-NC)	2.000
61	Cardin, Ben (D-MD)	14.000	86	Leahy, Patrick (D-VT)	2.000
62	Coons, Chris (D-DE)	14.000	87	Hoeven, John (R-ND)	1.830
63	Roberts, Pat (R-KS)	13.000	88	Franken, Al (D-MN)	1.817
64	Young, Todd (R-IN)	12.900	89	Merkley, Jeff (D-OR)	1.758
65	Warren, Elizabeth (D-MA)	12.737	90	Blumenthal, Richard (D-CT)	1.219
66	Johnson, Ron (R-WI)	12.000	91	Murkowski, Lisa (R-AK)	1.000
67	Rubio, Marco (R-FL)	11.200	92	Murray, Patty (D-WA)	949
68	Collins, Susan M (R-ME)	10.000	93	Grassley, Chuck (R-IA)	500
69	Isakson, Johnny (R-GA)	9.200	94	Udall, Tom (D-NM)	436
70	Hirono, Mazie K (D-HI)	9.091	95	Shaheen, Jeanne (D-NH)	424
71	Bennet, Michael F (D-CO)	8.929	96	Wyden, Ron (D-OR)	404
72	Daines, Steven (R-MT)	8.750		Totale 2017-18	4.913.953
73	Durbin, Dick (D-IL)	6.620			
74	Schatz, Brian (D-HI)	6.400			
75	Schumer, Charles E (D-NY)	5.873			

"D" sta per Partito Democratico, "R" per partito Repubblicano. Le sigle di due lettere indicate accanto si riferiscono ai singoli Stati degli USA nei quali i senatori sono stati eletti (es.: ND, North Dakota; MT, Montana, ecc.).

PERFORMANCE ESG, POCHE BANCHE HANNO COMPRESO LA LEZIONE

228 compagnie operanti nel settore dei servizi finanziari. È un bacino di tutto rispetto quello analizzato da Vigeo Eiris, una delle più autorevoli agenzie europee di rating sociale e ambientale. Obiettivo: evidenziare come siano cambiate le performance delle banche europee in termini di ESG, assegnando punteggi sull'impegno in favore dell'etica aziendale, la transizione energetica, la due diligence sui rischi sociali e ambientali nella filiera di approvvigionamento, la trasparenza nella governance e a livello fiscale, le scelte sulle remunerazioni del top management e il contributo agli obiettivi di sviluppo sostenibile fissati dall'Onu. Il risultato? Una performance globale solo leggermente migliorata rispetto alle precedenti analisi di Vigeo, alla quale è assegnato un punteggio medio di 28,6 (su una scala da 0 a 100). Insomma: nulla di cui andar fieri. Il settore finanziario, stando alle comparazioni di Vigeo rispetto all'universo di 4500 aziende distribuite in 39 comparti, si piazza solo 30esimo. Certo, ha scalato 2 posizioni rispetto all'anno precedente ma la situazione non è certo rosea.

La situazione migliore la fanno registrare le aziende collocate in Europa, mentre, al contrario, le peggiori performance sono relative ai mercati emergenti. Debole, in generale, è la capacità del settore finanziario di adeguarsi alle conseguenze dei cambiamenti climatici e sostenere la transizione verso un'economia low carbon. Il punteggio medio è di appena 20 su 100. E davvero poche sono le aziende che monitorano le emissioni di CO₂ associate al proprio portafoglio di investimenti. Va meglio ma di poco sul fronte del miglioramento della propria condotta e della diffusione di una cultura responsabile nella gestione del patrimonio (37 punti su 100). A quanto pare, la lezione della grande crisi del 2007 non è stata imparata a sufficienza. Solo poche aziende si salvano. Tra loro, l'europea Amundi (che guida la classifica dei più "virtuosi" con 68 punti su 100), le nordamericane Goldman Sachs, Wheaton Precious Metals e Janus Henderson Group (46 su 100) e l'asiatica Hong Kong Exchanges & Clearing.

NORME SULLA FINANZA ETICA EUROPA E ITALIA AVANTI PIANO

Di buone intenzioni, si sa, sono lastricate le vie dell'Inferno. E sul fronte dei riconoscimenti normativi che dovrebbero agevolare la strada a chi sceglie di fare finanza in modo responsabile, spiace constatare che spesso la quantità delle promesse supera di gran lunga il numero dei fatti concreti.

In questo senso, l'Italia e l'Unione Europea vanno a braccetto: tante parole, pochi (finora) i provvedimenti esecutivi. Il nostro Paese aveva suscitato le speranze più grandi due anni fa. Ma da quel momento, tutto tace. Era l'11 dicembre 2016: il Parlamento, grazie a un emendamento di due deputati di Partito democratico e di Liberi & Uguali (Federico Ginato e Giulio Marcon), inserito all'interno della Legge di Stabilità 2017, riconosceva la diversità delle banche etiche, definendone i requisiti e prevedendo specifici incentivi.

ITALIA, UNA RIVOLUZIONE A METÀ

Nella prima parte, la norma «dà una definizione di finanza etica, dal limite sulle remunerazioni, con un rapporto richiesto tra stipendi medi e massimi di 1 a 5, alla necessità di trasparenza, fino al dover destinare il 20% del portafoglio alle organizzazioni non profit» spiega Ugo Biggeri, presidente di Banca Etica, secondo cui «l'aver dato una definizione alla finanza etica è rivoluzionario». Ma nella seconda parte arriva la nota dolente, relativa agli incentivi: la norma stabilisce che per le banche etiche il 75% delle somme destinate a incrementare il capitale sarà esente da imposte. E fin qui tutto bene. Il tetto massimo però è stabilito in un milione di euro, applicabile sulla totalità degli operatori etici. Un limite facilmente raggiungibile quindi.

Il problema vero è però un altro: dal momento dell'approvazione della legge, il settore è in attesa che il governo approvi i decreti attuativi. E, senza di essi, la norma rischia di rimanere solo una condivisibile dichiarazione di principi. Ma due anni trascorsi e il cambio di coalizione di governo non hanno prodotto nulla di nuovo.

FIGURA 1**La legge italiana sulla finanza etica in breve**

Fonte: Valori.

**GLI INCENTIVI**

Il comma successivo introduce un importante sgravio fiscale per le banche etiche: tre quarti degli utili sono esenti da imposte.

DEFINIZIONE DI BANCHE ETICHE

L'articolo 111-bis stabilisce sei prerequisiti necessari perché una banca possa definirsi etica. L'istituto deve:

1. valutare che i finanziamenti vengano erogati secondo standard di rating etico riconosciuti a livello internazionale;
2. garantire massima trasparenza sui finanziamenti erogati;
3. devolvere almeno il 20% del portafoglio crediti a enti non profit; non distribuire i profitti, ma reinvestirli nella propria attività;
4. adottare un sistema di governance democratico e partecipativo, caratterizzato da un azionariato diffuso;
5. contenere il divario tra remunerazioni medie e quelle maggiori entro un rapporto di 1 a 5.

I LIMITI

Sono però gli ultimi due commi a imporre forti limiti a questa agevolazione e che più di tutti hanno ricevuto critiche. Viene stabilito in un milione di euro l'ammontare massimo oltre il quale non possono derivare oneri per la finanza pubblica e si impone il limite di 200mila euro per i finanziamenti erogabili in tre anni alla singola impresa.

L'ultima delusione nella Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza (NADEF) approvata dal governo Conte a fine settembre 2018: all'interno nessun impegno a completare o riprendere l'iter di approvazione dei decreti attuativi.

NELLA UE PROGRESSI A PASSO DI LUMACA

Si procede invece, ma non certo a ritmi forzati, all'interno delle istituzioni europee. Di progressi se ne sono registrati ma ancora cauti e parziali. Data significativa è quella del 19 giugno scorso quando la Commissione Affari economici e monetari del Parlamento europeo³⁹ ha approvato una risoluzione che vincola l'EBA (European Banking Authority) a raccogliere dati per stabilire una volta per tutte se l'introduzione di un "green and social supporting factor" sia auspicabile e giustificato dal punto di vista della normativa prudenziale sulle banche.

³⁹ Il testo della risoluzione è disponibile sul portale dell'Europarlamento: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2018-0164+0+DOC+XML+V0//IT>

Introdurre un green e/o un social supporting factor significherebbe riconoscere che gli investimenti delle banche in attività ad impatto sociale e ambientale positivo vanno incoraggiati anche attraverso un trattamento di favore dal punto di vista degli accantonamenti prudenziali richiesti dall'EBA.

Per la prima volta si riconosce la possibile minore rischiosità degli investimenti socialmente responsabili e il loro possibile impatto positivo — non solo per la protezione dell'ambiente e dei diritti delle persone — ma anche per la stabilità finanziaria in Europa.

La valutazione dell'EBA ancora non è arrivata e non arriverà a breve: all'Autorità bancaria europea è stato infatti concesso un tempo tecnico di 24 mesi per redigerla. Ma nel frattempo, qualche altro passo avanti lo ha fatto la Commissione europea che da due anni sta ponendo particolare enfasi sul rapporto tra sostenibilità della finanza e progressi concreti in favore della transizione ecologica e contro i cambiamenti climatici. Prima il lavoro del gruppo di esperti dell'High-Level Expert Group on Sustainable Finance, iniziato nel dicembre 2016, ha prodotto il rapporto "Financing a sustainable European economy", presentato il 31 gennaio 2018⁴⁰.

Poi, l'8 marzo scorso, è stato pubblicato il Piano d'Azione sulla Finanza Sostenibile della Commissione Europea⁴¹. E ora gli occhi sono puntati sul lavoro del TEG (Technical Expert Group on Sustainable Finance). 35 esperti, provenienti da società civile, mondo accademico, aziendale, bancario e assicurativo, che stanno lavorando su 4 filoni (a cui corrispondono 4 sottogruppi):

- sviluppare una tassonomia dell'economia sostenibile;
- proporre uno standard per i Green Bond europei;
- migliorare la comunicazione delle informazioni relative al cambiamento climatico;
- aiutare a sviluppare indici "low carbon" da utilizzare come benchmark.

La finanza sostenibile è entrata quindi nei documenti ufficiali delle istituzioni comunitarie e fra le politiche economiche della Commissione entra il concetto di sostenibilità. Ma anche in questo caso, far partire i tappi di champagne appare prematuro e forse immotivato.

⁴⁰ Il testo integrale del rapporto è disponibile sul portale dell'Unione europea: https://ec.europa.eu/info/publications/180131-sustainable-finance-report_en

⁴¹ https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_it



La Commissione Ue ha deciso di ridurre la finanza sostenibile alla sola componente ambientale, dimenticandosi degli altri due pilastri (aspetti sociali e buona governance)

L'incarico più "urgente", tra quelli assegnati al gruppo tecnico, probabilmente è quello di sviluppare una tassonomia dell'economia sostenibile. Sembra un incarico fumoso, certo non infiammerà l'attenzione dei media, ma è un passaggio cruciale: definire cioè le attività economiche che non arrecano danni all'ambiente, ma anzi contribuiscono alla lotta al climate change. Quelle su cui è prioritario investire.

"Per finanziare una crescita sostenibile, le imprese, gli investitori e i governi hanno bisogno di sapere in modo chiaro quali attività economiche siano sostenibili da un punto di vista ambientale" scrive la Commissione europea.

Ed è proprio qui che risiedono le preoccupazioni di chi la finanza responsabile la conosce più da vicino. Perché l'approccio della Commissione Ue sembra voler ridurre la finanza sostenibile alla sola componente ambientale. Ma pensare all'ambiente, seppur fondamentale, non basta di certo a poter discernere la finanza sostenibile (tantomeno la "finanza etica") rispetto al mare magnum della finanza mondiale. Può considerarsi "sostenibile" un asset finanziario che rispetta le regole in favore dell'ambiente ma si disinteressa del rispetto dei diritti sociali e della trasparenza nella governance aziendale?

ESG, TRE FATTORI INSCINDIBILI

Ambiente, aspetti sociali e buona governance sono infatti, da sempre, i tre pilastri fondamentali indicati per poter definire la finanza sostenibile (i famosi "ESG"). Gli ultimi due però sembrano essersi persi nei meandri delle stanze di Bruxelles. O meglio, la Commissione ha deciso di non interessarsene (se non in maniera trascurabile, rimandando tutto a un secondo momento, senza tempi né modi certi).

«In questo momento l'imperativo dominante è l'allarme climate change», ha spiegato Flavia Micilotta, Executive Director di Eurosif (European Sustainable Investment Forum), il forum europeo per gli investimenti sostenibili. «La Commissione, in un'ottica realistica di policy, ha ritenuto di non riuscire a portare avanti contemporaneamente tutti i fronti della sostenibilità. E, dovendo scegliere un tema da cui partire, ha deciso di privilegiare il clima e, quindi, l'ambiente».

Il perché è presto detto: il climate change sta diventando un tema "caldo" e le preoccupazioni aumentano (basti vedere le allarmanti conclusioni dell'ultimo rapporto SR15 pubblicato dall'IPCC a novembre scorso). E poi, più prosaicamente, l'ambiente è anche il tema che ad oggi resta più "misurabile":

«le metriche sulla sostenibilità ambientale sono ad oggi più semplici da individuare, rispetto a quelle in ambito sociale o di governance: sono sviluppate da più tempo».

Motivazioni forse comprensibili ma il problema rimane. E un impianto costruito in modo imperfetto può avere ripercussioni contraddittorie sul mondo della finanza: «Le questioni ambientali non possono essere scisse da quelle sociali, su cui hanno ripercussioni importanti — continua la Micilotta — Basti pensare alla povertà o alle ondate migratorie provocate dalle devastazioni dovute ai cambiamenti climatici. Se oggi si trascurano gli aspetti sociali e di buona governance, in un secondo momento sarà più difficile tornare indietro e spiegare che la sostenibilità è un concetto che non si può scindere». E gli avvoltoi della finanza speculativa sono già pronti a fiordarsi su un settore ghiotto e per di più in grado di farli sembrare più responsabili.

UN EMENDAMENTO PER UN TESTO PIÙ AVANZATO

«La finanza mainstream ha già in passato dimostrato di sapersi insinuare subdolamente in settori inizialmente considerati di nicchia e appannaggio solo di investitori responsabili» commenta Andrea Baranes, presidente della Fondazione Finanza Etica. «La scelta fatta dalla Commissione Europa di concentrarsi sulla sola componente ambientale potrebbe addirittura creare un danno alle altre due componenti, se queste verranno marginalizzate. Così facendo c'è il serio rischio che il percorso fatto per avere più ampi spazi per la finanza sostenibile regali invece nuovi margini di crescita alla finanza speculativa, solo un po' più green».

Anche per questo, su iniziativa di Banca Etica, Triodos, Gabv⁴² e Febea⁴³, è stato presentato un emendamento alla normativa sugli investimenti sostenibili ("Establishment of a framework to facilitate sustainable investment") in discussione al Comitato Affari economici del Parlamento europeo, che chiede di esplicitare anche criteri sociali all'interno della tassonomia che dovrà definire cosa può ricadere nell'ambito della finanza sostenibile.

⁴² La GABV (Global Alliance for banking on values) è la più importante rete di banche etiche e sostenibili al mondo.

⁴³ FEBEA (European Federation of Ethical and Alternative Banks) è un'organizzazione costituita nel 2001 per promuovere lo sviluppo della finanza etica e solidale in Europa. Fondatori: Banca Etica (Italia e Spagna), Crédit Coopératif e Caisse Solidaire du Nord Pas-de-Calais (Francia), Crédal e Hefboom (Belgio) e TISE (Polonia).

Costruire un impianto in modo imperfetto può produrre effetti contraddittori e aprire nuovi spazi alla classica finanza speculativa

POSSIAMO CHIAMARLI ETICI?

PARTE QUARTA

95	CAPITOLO 1
	Riscaldamento globale, il <i>divest</i> fa proseliti
103	CAPITOLO 2
	Fondi e fossile: il caso italiano

GLOSSARIO

CODICE ISIN

Acronimo di International Securities Identification Number, è il codice identificativo internazionale che viene applicato ai principali strumenti finanziari. Le prime due lettere del codice identificano il Paese di origine in cui il prodotto è collocato e scambiato o in cui il fondo è domiciliato.

FONDO LOW CARBON

Fondo che ha una bassa esposizione tanto alle fonti fossili quanto ai rischi della mancata transizione verso un'economia a basso impatto ambientale ma che non esclude completamente i titoli oil & gas dal suo portafoglio.

FONDO SOVRANO

Fondo di proprietà governativa che opera investendo sul mercato capitali frutto di entrate pubbliche (tasse e proventi di società a controllo statale).

PORTAFOGLIO FOSSIL FREE

Un portafoglio (vedi **GLOSSARIO PARTE 2**) privo di titoli di società che operano nella produzione e nella commercializzazione di fonti fossili. Non tutti i fondi definiti "etici", o "sostenibili" o "responsabili" sono automaticamente *fossil free*. Le scelte di esclusione, in alcuni casi, possono riguardare soltanto comparti specifici: è il caso dei portafoglio *coal free* (privi di titoli di società del settore carbone), *tar sand free* (che escludono il segmento delle sabbie bituminose) o *shale free* (che non investono nel settore del gas o del petrolio di scisto).

SABBIE BITUMINOSE

Sabbie che si trovano a bassa profondità e che contengono petrolio mescolato ad acqua e argilla. Il processo di estrazione del combustibile avviene attraverso operazioni meccaniche e reazioni chimiche che implicano l'uso di solventi che producono danni significativi per l'ambiente.

SHALE OIL/SHALE GAS

Gas o petrolio di scisto. È un combustibile non convenzionale estratto dalla frammentazione di rocce e trasformato successivamente in gas o petrolio. È caratterizzato da un processo di produzione più costoso e inquinante rispetto a quello del petrolio convenzionale.

CAPITOLO 1

RISCALDAMENTO GLOBALE IL DIVEST FA PROSELITI

In principio erano il commercio di schiavi e l'industria bellica; poi vennero il tabacco, l'alcol e il gioco d'azzardo. Investimenti "proibiti" dal punto di vista di quaccheri e metodisti, timorati nella vita e nel business e convinti, ieri come oggi, che l'etica non potesse essere soltanto "qualcosa che si predica la domenica"¹.

I fondi "responsabili" sono nati negli Stati Uniti negli anni '20 del secolo scorso² sulla scorta di motivazioni profondamente religiose. Ma nel corso dei decenni la platea dei loro adepti si è allargata notevolmente: negli anni '70 e '80 alcuni investitori iniziarono a escludere dal portafoglio gli asset legati, in qualche modo, all'allora regime segregazionista sudafricano con l'obiettivo di contrastare l'apartheid³. La tattica — a quanto pare — si è rivelata vincente al punto da ispirare, negli ultimi anni, una strategia analoga a favore di uno scopo davvero ambizioso: la lotta al cambiamento climatico.

L'idea è semplice, almeno in apparenza: disinvestire progressivamente dal settore fossile — primo responsabile del ri-

¹ BBC News, "Church v Wonga row: Can investments ever be ethical?", 26 luglio 2013 in <https://www.bbc.com/news/business-23465294>

² Forbes, "Legendary Investor's Embrace Of Sustainable Investing Is New, But The Movement Isn't", 6 luglio 2018 in <https://www.forbes.com/sites/jenniferpryce/2018/07/06/legendary-investors-embrace-of-sustainable-investing-is-new-but-the-movement-isnt/#41dfa15030d9>

³ Bloomberg, "Divestment Hurt Apartheid. Can It Save the Planet?", 9 aprile 2018 in <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-09/divestment-hurt-apartheid-can-it-save-the-planet-quicktake>

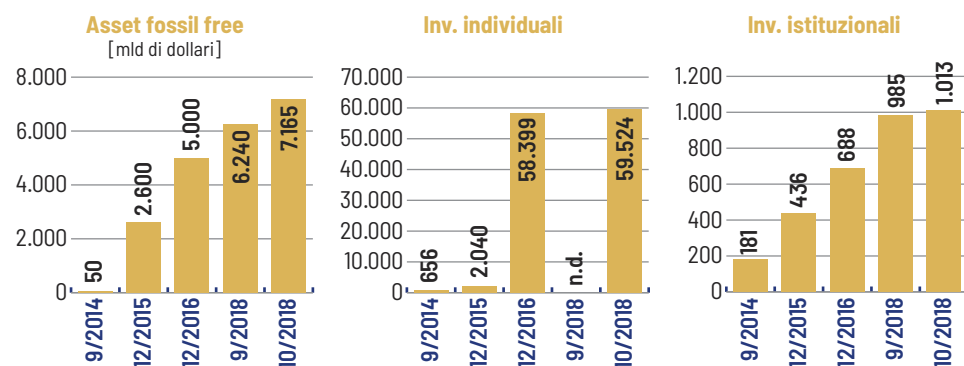
I fondi responsabili sono nati negli anni '20 del XX secolo con motivazioni religiose. Ad essere presi di mira all'inizio il commercio di schiavi e l'industria bellica

scaldamento globale⁴ — per indurre le compagnie del comparto a puntare su altre fonti energetiche. Il fenomeno è letteralmente esploso nella seconda metà del decennio, come evidenziano i rapporti periodici della società di consulenza Arabella Advisors⁵. Nel settembre del 2014, l'esclusione del settore fossile riguardava appena 181 investitori istituzionali e 656 individuali. Il portafoglio complessivo in mano a questi operatori valeva circa 50 miliardi di dollari. A settembre 2018, la platea degli investitori istituzionali si è allargata a quasi 985 unità mentre il valore dei portafogli dichiaratamente **FOSSIL FREE** ha superato i 6.200 miliardi di dollari. Alla fine di ottobre, il network Divestinvest.org⁶ ha alzato le stime a 1.013 investitori istituzionali e 59.524 individuali ipotizzando un valore complessivo dei portafogli "puliti" in 7.165 miliardi di dollari. Un dato, quest'ultimo, in linea con le stime del portale gofossilfree.org (7.180 miliardi)⁷.

GRAFICI

Il boom del disinvestimento

Fonti: Arabella Advisors, divestinvest.org; nostre elaborazioni. Per ulteriori dettagli si vedano note n. 5 e 6.



⁴ Per approfondire il nesso tra i due fenomeni si veda, tra gli altri, il lavoro dello UN Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) in <http://www.ipcc.ch/index.htm>

⁵ Arabella Advisors, "Measuring the Global Fossil Fuel Divestment Movement", 19 settembre 2014 in <https://www.arabellaadvisors.com/wp-content/uploads/2016/11/Measuring-the-Global-Divestment-Movement.pdf> e dicembre 2015 in <https://www.arabellaadvisors.com/wp-content/uploads/2016/10/Measuring-the-Growth-of-the-Divestment-Movement.pdf>; Arabella Advisors, "The Global Fossil Fuel Divestment and Clean Energy Investment Movement", dicembre 2016 in <https://www.arabellaadvisors.com/wp-content/uploads/2016/10/Measuring-the-Growth-of-the-Divestment-Movement.pdf> e settembre 2018 in <https://www.arabellaadvisors.com/wp-content/uploads/2018/09/Global-Divestment-Report-2018.pdf>

⁶ DivestInvest.org, in <https://www.divestinvest.org/wp-content/uploads/2018/10/2018.10.25-DivestInvest-Commitments-List.-External.xlsx>, dati al 25 ottobre 2018.

⁷ Gofossilfree.org, "Divestment Commitments" in <https://gofossilfree.org/divestment/commitments/>, accesso al 25 novembre 2018.

L'analisi di divestinvest.org è particolarmente interessante perché fornisce dati disaggregati sugli operatori e sulle loro scelte. Alla fine di ottobre 2018, ad esempio, il disinvestimento completo dal settore fossile riguardava 893 istituzioni di varia natura (banche, fondazioni, istituzioni sanitarie, compagnie assicurative ecc.) con asset complessivi in portafoglio pari a 376 miliardi di dollari.

A disinvestire solo ed esclusivamente dal carbone e/o dalle **SABBIE BITUMINOSE** — le due fonti fossili più inquinanti in assoluto — erano 71 operatori istituzionali, con un portafoglio totale *coal-free* e/o *tar sand free* da 5 mila miliardi di dollari. 49 soggetti istituzionali infine praticerebbero una forma di disinvestimento selettivo (basato cioè su alcuni criteri di analisi elaborati dal gestore) che caratterizzerebbe un portafoglio totale da 1.750 miliardi di dollari⁸.

Il disinvestimento totale dalle fonti fossili ha finora coinvolto 1.013 istituzioni con un portafoglio totale di 7.165 miliardi di dollari

TABELLA 1 Chi disinveste nel mondo?

Tipo di istituzione / livello di disinvestimento	Valore degli asset gestiti	Numero di soggetti
Disinvestimento completo	\$ 376.390.982.473	893
Banche	\$ 56.344.512.248	3
Charitable Trust o fondazioni	\$ 15.597.476.133	176
Collective society	\$ 90.844.784	1
Organizzazioni culturali	\$ 1.508.047.970	4
Istituzioni scolastiche o accademiche	\$ 12.695.037.414	106
Organizzazioni religiose	\$ 14.435.777.080	262
Family Office	\$ 200.000.000	2
Organizzazioni governative	\$ 100.206.211.547	148

⁸ Queste le definizioni originali delle tre categorie individuate da DivestInvest.org: Disinvestimento completo (Full): "The organisation has committed to exclude all companies involved in the extraction of coal, oil and gas reserves"; Carbone e/o sabbie bituminose (Coal or coal and tar sands): "The organisation has committed to exclude companies involved in coal and unconventional oil and gas reserves. This may include the use of certain thresholds, e.g. an investor may exclude companies deriving 30% of the revenue from coal operations"; Disinvestimento qualificato (Qualified): "The organisation has committed to some form of exclusion policy based on a set criteria other than company reserves. E.g. an asset owner may use an internal methodology to assess whether a company is in line with the Paris Agreement, and exclude any which they deem not to be aligned". Fonte: <https://www.divestinvest.org/wp-content/uploads/2018/10/2018.10.25-DivestInvest-Commitments-List.-External.xlsx>

Tipo di istituzione / livello di disinvestimento	Valore degli asset gestiti	Numero di soggetti
Istituzioni sanitarie	\$ 331.882.296	13
Compagnie assicurative	\$ 3.277.400.000	2
Investment Manager	\$ 7.481.486.884	14
Organizzazioni non governative	\$ 1.703.536.043	44
Altri	\$ 30.000	1
Fondi pensione	\$ 162.515.380.800	109
Private Company	\$ 3.359.274	8
Carbone e/o sabbie bituminose	\$ 5.038.113.912.461	71
Banche	\$ 151.931.940.000	4
Charitable Trust or Foundation	\$ -	1
Istituzioni scolastiche o accademiche	\$ 142.266.402.161	30
Organizzazioni religiose	\$ 2.952.687.550	6
Organizzazioni governative	\$ -	1
Compagnie assicurative	\$ 3.793.057.288.000	11
Investment Manager	\$ 68.084.843.797	4
Fondi pensione	\$ 779.820.750.953	14
Disinvestimento qualificato	\$ 1.750.844.796.507	49
Banche	\$ 266.738.000.000	1
Charitable Trust or Foundation	\$ 1.200.000	2
Istituzioni scolastiche o accademiche	\$ 29.507.654.758	10
Organizzazioni religiose	\$ 12.453.045.900	10
Organizzazioni governative	\$ 517.000.000	6
Istituzioni sanitarie	\$ 541.000.000	1
Investment Manager	\$ 11.614.318.558	1
Fondi pensione	\$ 1.429.472.577.291	18
Totale	\$ 7.165.349.691.441	1.013

Quando parliamo di disinvestimento, in altre parole, ci riferiamo in generale a quegli operatori che praticano “una qualche forma di esclusione” e non, come si potrebbe comunemente pensare, ai soli investitori completamente *fossil free* (che, come si è visto, costituiscono una minoranza in termini di asset gestiti).

UNA DEFINIZIONE PROBLEMÁTICA

Possiamo quindi definire “etici”, “sostenibili” o “responsabili” i portafogli delle istituzioni che smettono di investire in titoli di imprese del settore fossile e “non etici” quelli che invece continuano ad investirvi? Non necessariamente. Come si è visto nella parte II, la definizione di “investimenti responsabili” non è oggi univoca e può essere fatta a vari livelli e seguendo criteri diversi. Alcuni investitori possono inoltre scegliere di investire nelle imprese migliori del settore fossile, per premiare seri progetti di transizione verso fonti di energia pulita e incoraggiare, attraverso l’investimento e l’azionariato attivo, piani di conversione più coraggiosi.

In Italia i dati sui fondi di investimento “etici” sono raccolti da Assogestioni, l’associazione del Risparmio Gestito che rappresenta le SGR locali e le società di investment management straniere che operano nel Paese. L’ente distingue i fondi stessi a seconda delle loro caratteristiche e delle strategie di investimento intraprese. I veicoli finanziari “etici” sono comparsi nella classificazione nel 2003. A partire dall’ottobre 2017, Assogestioni ha sostituito la dicitura “etico” con “sostenibile e responsabile”. La definizione si applica a ciascun fondo che “sulla scorta di una propria definizione operativa del concetto di responsabilità, ha una politica di investimento che vieta l’acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l’acquisto di titoli sulla base di analisi che integrano criteri ambientali, sociali e di buon governo (Environmental, Social and Governance) all’analisi finanziaria”⁹. Una definizione molto ampia con evidenti implicazioni: per definirsi *formalmente* “sostenibile” (secondo Assogestioni) un fondo non è necessariamente chiamato a escludere determinate categorie di investimenti.

SI PUÒ ESSERE “RESPONSABILI” E INVESTIRE NEL FOSSILE?

L’operatore “responsabile”, secondo questa impostazione, sembra avere il diritto di essere considerato tale — almeno in

La crescita dell’attenzione verso i fondi responsabili crea problemi: a seconda dei criteri usati si rischia di inglobare nel gruppo anche investimenti decisamente controversi

⁹ Assogestioni, “Classificazione Assogestioni: nuova definizione di fondo sostenibile e responsabile, in sostituzione di fondo etico”, 4 ottobre 2017 in http://www.assogestioni.it/ass/library/78/classificazione_fondi_sostenibili_ottobre_2017.pdf

Tra le strategie di selezione dei fondi da definire sostenibili c'è lo screening normativo. Un approccio che permette di includere nel proprio portafoglio anche imprese di settori controversi

teoria — anche quando sceglie di finanziare settori controversi purché nella selezione del portafoglio si impegni a tenere conto dei parametri di sostenibilità. Il risultato è che anche le aziende che operano in segmenti problematici — come il fossile ad esempio — possono risultare compatibili con questo genere di investimento.

Il principio è ovviamente discutibile, ma è in linea con la stessa classificazione degli investimenti elaborata da Eurosif nella quale, come noto, rientrano ben sette diverse strategie di selezione¹⁰. Tra queste, ad esempio, compare lo “screening normativo”: in base a questa strategia gli investimenti sono sottoposti ad un'analisi preventiva che ha l'obiettivo di valutare la compatibilità delle imprese in portafoglio con alcuni standard minimi di business practice basati sulle normative internazionali di riferimento¹¹. Tale compatibilità, è noto, può essere facilmente individuata anche nelle aziende che operano in settori controversi.

Tra i principali operatori “sostenibili” che seguono questo criterio di selezione c'è il **FONDO SOVRANO** norvegese, uno dei principali punti di riferimento a livello globale nel settore degli investimenti responsabili. Il veicolo finanziario pubblico di Oslo, ad esempio, ha disinvestito negli anni dal mercato dell'olio di palma, liquidando le sue partecipazioni nelle aziende del settore¹². Contemporaneamente, tuttavia, il fondo continua a investire nel fossile (“coerentemente”, verrebbe da aggiungere, con l'origine della ricchezza nazionale: il petrolio appunto). Dal punto di vista formale, insomma, non vi è nulla di “illecito”. Ma il problema è evidente: in un contesto globale in cui cresce la pressione della società civile per il progressivo disinvestimento dai settori del petrolio, del gas e del carbone, le scelte dei fondi “etici” che continuano ad

operare nel mercato del fossile, in particolare nelle fonti più controverse come ad esempio le sabbie bituminose, rischiano di essere incompatibili con le ambizioni dei loro investitori. E nel novero degli operatori controversi, come si vedrà, il fondo norvegese è in buona compagnia.

Il fondo sovrano norvegese ha disinvestito dall'olio di palma ma continua a investire nel fossile

¹⁰ Si veda **PARTE 2**.

¹¹ United Nations-supported Principles for Responsible Investment (<https://www.unpri.org/>), “PRI Reporting Framework 2016 Main definitions”, novembre 2015. Il corpus normativo comprende: i Global Compact Principles delle Nazioni Unite, la Dichiarazione Universale dei Diritti dell'Uomo integrata dai “Guiding Principles on Business and Human Rights: Implementing the United Nations ‘Protect, Respect and Remedy’ Framework”, gli standard dell'International Labour Organization (ILO Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy), la Convenzione Anticorruzione delle Nazioni Unite (United Nations Convention Against Corruption) e le linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali (OECD Guidelines for Multinational Enterprises).

¹² Fondazione Finanza Etica, “La finanza etica e sostenibile in Europa. Primo rapporto”, dicembre 2017.

FONDI E FOSSILE

IL CASO ITALIANO

L'analisi del contesto italiano offre un ottimo esempio dei problemi tuttora irrisolti che caratterizzano l'attività degli operatori "responsabili". Ad oggi¹³, i fondi sostenibili attivi nel mercato italiano censiti da Assogestioni sono 119.

Secondo il censimento di Assogestioni, in Italia si contano attualmente 119 fondi sostenibili

I FONDI ESTERI AMANO IL FOSSILE...

Tra i fondi sostenibili e responsabili presenti nella Penisola ve ne sono 90 registrati all'estero, prevalentemente in Lussemburgo¹⁴ come si vede dal **CODICE ISIN**, una sostanziale carta di identità che diventa il punto di partenza di ogni analisi. Inserendo il codice in un database pubblico¹⁵ si ottengono facilmente alcune informazioni chiave che, tuttavia, non sono esaustive.

Ecco un esempio:

Società di gestione	Nome del fondo	Codice ISIN
PARVEST SICAV	Parvest Sustainable Equity Europe Classic-Distribution	LU0212189368

Parvest Sustainable Equity Europe Classic-Distribution è un fondo del gruppo BNP Paribas lanciato nel 2007 e regi-

¹³ Assogestioni, www.assogestioni.it, dati a settembre 2018.

¹⁴ Si veda **APPENDICE**.

¹⁵ Tra i più completi si ricordano in particolare quelli forniti dal Financial Times e da Morningstar.

**BNP Paribas
propone
un fondo
“sostenibile”
registrato
in Lussemburgo
che conta
partecipazioni
in due
multinazionali
del petrolio
(Shell e Total)**

strato in Lussemburgo (come si evince dalle prime due lettere che compongono il suo codice). Le sue quote, ci informa il Financial Times, sono disponibili in altri dieci mercati: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Jersey, Spagna, Svizzera, Regno Unito e ovviamente in Italia¹⁶. Il 70% circa del suo portafoglio, inoltre, è investito in cinque settori:

Servizi finanziari	19,78%
Consumer Defensive ¹⁷	14,42%
Salute	13,27%
Energia	9,10%
Tecnologia	8,71%
Altro	32,21%

Ma in cosa investe questo fondo? Nella Top 10 delle partecipazioni più rilevanti — che, in questo caso, ammontano al 33,49% degli asset gestiti — emergono alcune partecipazioni molto interessanti:

Titolo/Quota di fondo	Peso sul portafoglio
Royal Dutch Shell PLC B	4,52%
Nestlé SA	4,20%
Unilever PLC	4,12%
Siemens AG	3,54%
Total SA	3,43%
AstraZeneca PLC	2,98%
Zurich Insurance Group AG	2,84%
GlaxoSmithKline PLC	2,70%
Deutsche Telekom AG	2,62%
SAP SE	2,55%
Peso della Top 10 sul portafoglio	33,49%

¹⁶ Tutte le informazioni che seguono sono tratte da Financial Times, “Markets>Markets Data>Funds” in <https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/summary?s=LU0212189368:EUR>, dati al 16 novembre 2018.

¹⁷ Secondo Morningstar il settore comprende le “Companies engaged in the manufacturing of food, beverages, household and personal products, packaging, or tobacco. Also includes companies that provide services such as education & training services. Companies in this sector include Philip Morris International, Procter & Gamble and Wal-Mart Stores”. In http://www.morningstar.com/InvGlossary/consumer_defensive_sector.asp, accesso al 20 novembre 2018.

Al primo e al quinto posto, ad esempio, ci sono proprio due colossi del fossile, la multinazionale anglo-olandese Royal Dutch Shell (che pesa per il 4,52% del portafoglio) e la francese Total (3,43%).

Analizzando la Top 10 dei portafogli, e raccogliendo i dati sul volume complessivo degli investimenti, è possibile non soltanto individuare le partecipazioni controverse ma anche il loro valore di mercato. Secondo i dati Morningstar¹⁸ il valore complessivo del Parvest Sustainable Equity Europe Classic-Distribution è di 165,67 milioni di euro.

Titolo/Quota di fondo	Peso sul portafoglio complessivo	Dimensione del fondo (mln di euro)	Valore investimento (mln di euro)
Royal Dutch Shell PLC B	4,52%	165,67	7,49
Total SA	3,43%	165,67	5,67
Totale Fossile	7,95%	165,67	13,17¹⁹

I soli investimenti del fossile valgono non meno di 13,2 milioni di euro, pari all'8% circa del totale.

Limitandoci al settore fossile gli esempi potrebbero continuare.

Si veda, tra gli altri, la top 10 dei titoli nel portafoglio di State Street World ESG Index Equity Fund I (LU1159235362)²⁰ in cui compare una partecipazione in Exxon Mobil, che continua ad estrarre olio dalle sabbie bituminose, una delle fonti fossili più inquinanti in assoluto²¹.

Titolo/Quota di fondo	Peso sul portafoglio complessivo
Microsoft Corp	3,36%
Apple Inc	2,35%
Amazon.com Inc	1,67%
Nestle SA	1,08%
Intel Corp	0,93%
Procter & Gamble Co	0,86%
JPMorgan Chase & Co	0,81%
Alphabet Inc Class C	0,78%
Alphabet Inc A	0,75%
Exxon Mobil Corp	0,70%
Peso della Top 10 sul portafoglio	13,30%

¹⁸ Morningstar Fondi in <http://www.morningstar.it/it/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0000009JZ> dati al 16 novembre 2018.

¹⁹ Le cifre totali possono variare leggermente a causa degli arrotondamenti.

²⁰ Financial Times, “Markets>Markets Data>Funds” in <https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/holdings?s=LU1159235362:USD>, dati al 16 novembre 2018.

²¹ Cfr.: <https://valori.it/canada-le-sabbie-bituminose-inquinano-come-citta-del-messico/>

Anche tra i fondi registrati in Italia compaiono partecipazioni in corporation del settore oil & gas

Oppure la top 10 di M&G (Lux) Investment Funds 1 - M&G (Lux) Global High Yield ESG Bond Fund (LU1665236482)²² in cui compare un investimento nelle obbligazioni di Southwestern Energy Company, un'azienda petrolifera texana²³, attiva in particolare nel controverso settore dello **SHALE GAS** (gas di scisto).

Titolo/Quota di fondo	Peso sul portafoglio complessivo
Southwestern Energy Company 7,75%	2,65%
Wind Tre S.p.A. 2,75%	2,23%
Intrum Ab 2,62%	2,05%
OI European Group B.V. 3,12%	1,88%
UBS Group AG 5,75%	1,65%
Cooperatieve Rabobank U.A. 6,62%	1,62%
Unitymedia Hessen GmbH & Co KG / Unitymedia NRW GmbH 3,5%	1,61%
Unitymedia Hessen GmbH & Co KG / Unitymedia NRW GmbH 4%	1,61%
Iceland Bondco Plc 4,62%	1,53%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. 7%	1,48%
Peso della Top 10 sul portafoglio	18,32%

... MA I FONDI ITALIANI NON SONO DA MENO

Oltre ad operare nella Penisola, 29 dei 119 fondi "sostenibili e responsabili" dell'elenco di Assogestioni sono anche registrati in Italia (Codice ISIN IT). L'analisi di questi ultimi è più completa, visto che nel loro caso i titoli in portafoglio resi noti dai gestori sono 50. Rimandiamo a future ricerche un'analisi completa dei loro rendiconti limitandoci qui ad evidenziare le scelte potenzialmente controverse di alcuni di loro.

Eurizon (Gruppo Intesa Sanpaolo) resta il principale operatore con ben 18 fondi per un controvalore complessivo di 4,8 miliardi di euro. Tra questi c'è Eurizon Azionario Internazionale Etico, un fondo da 400 milioni di euro nel cui portafoglio

²² Financial Times, "Markets>Markets Data>Funds" in <https://markets.ft.com/data/funds/tearsheet/holdings?s=LU1665236482:EUR>, dati al 16 novembre 2018.

²³ Financial Times, "Markets>Markets Data>Funds" in <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=304260>, dati al 16 novembre 2018.

— secondo l'ultima relazione semestrale²⁴ — compaiono partecipazioni complessive da 3,6 milioni di euro in tre corporation del settore oil & gas: le americane Conoco Philips (1,7 milioni) e Valero Energy (1,2) e la francese Total (700 mila euro). Tutte e tre sono attive anche nel controverso comparto shale²⁵ (gas o petrolio di scisto).

Non mancano ulteriori esempi nell'analisi delle altre società di gestione. BNL Azioni Europa Dividendo di BNP Paribas, ad esempio, investe i circa 110 milioni di euro del suo patrimonio in un altro fondo: Parvest Sustainable Equity High Dividend Europe. Che a sua volta — come si evince dall'elenco dei primi trenta titoli in portafoglio — investe 18,48 milioni di euro (4,64% del patrimonio) in Shell, 17,54 milioni (4,41%) nella Total e 9,15 milioni (2,3%) nella spagnola Repsol²⁶.

Parvest - Sustainable Equity High Dividend Europe

Titolo	% of net assets	Titolo	% of net assets
Zurich Insurance Group	5,06	ING	3,48
Royal Dutch Shell	4,64	Intesa Sanpaolo	3,47
Basf	4,52	Nordea Bank	3,13
Total	4,41	Rio Tinto	2,67
Enel	4,24	Lloyds	2,61
Siemens	4,19	Novo Nordisk	2,52
Astrazeneca	4,11	Repsol	2,30
Legal & General Group	4,02	Daimler	2,12
Orange	3,86	Klepierre	2,05
AXA	3,85	Adecco	1,99
GlaxoSmithKline	3,81	Swedbank	1,85
Aviva	3,78	National Grid	1,70
Bnp Paribas	3,71	Schneider Electric	1,69
Deutsche Telekom	3,63	Roche	1,25
Allianz	3,48	Lagardere	0,75

²⁴ Eurizon Capital, "Eurizon Azionario Internazionale Etico. Relazione semestrale al 29 giugno 2018" in https://www.eurizoncapital.it/_vti_bin/Eurizon.Web/API.svc/service/documenti/documento?id=207181

²⁵ Reuters, "Conoco moves to sell North Sea oilfields: sources", 14 maggio 2018 in <https://www.reuters.com/article/us-conocophillips-northsea-exclusive/exclusive-conoco-moves-to-sell-north-sea-oilfields-sources-idUSKCN1IF17F>; Valori, "Total nel mirino di una Ong per lo shale gas argentino", 14 maggio 2014 in <https://valori.it/total-mirino-ong-lo-shale-gas-argentino/>; Valero Energy, "Three Rivers Refinery" in <https://www.valero.com/en-us/Pages/ThreeRivers.aspx> accesso al 20 novembre 2018.

²⁶ Sustainable Equity High Dividend Europe, dati al 30/06/2018 in "PARVEST SICAV SEMI-ANNUAL REPORT at 30/06/2018" pag. 227. Il documento è scaricabile all'indirizzo <https://docfinder.bnpparibas-am.com/api/files/badb3d3f-a8da-48fa-977e-15a50279c2be/512>

Una partecipazione in Total (2 milioni di euro, l'1,4% del patrimonio) compare anche nel fondo Bilanciato Etico di Ubi Pramerica, che investe anche in Eni (1,97 milioni di euro)²⁷. Una situazione simile si registra anche nel fondo Azionario Etico dello stesso gestore (Eni 4,55%, Total 4,23%)²⁸. La compagnia petrolifera francese è anche in cima al portafoglio del fondo Obbligazionario Euro Corporate Etico²⁹ (159 milioni di euro di patrimonio) di Amundi (gruppo Crédit Agricole), la società di gestione che dal gennaio del 2018 — con l'acquisizione di Pioneer Investments — ha ereditato i fondi comuni della banca Unicredit. Oltre al controverso shale gas, il colosso francese Total continua ad estrarre petrolio dalle sabbie bituminose del Canada³⁰.

I FONDI LOW CARBON

L'esclusione, come si diceva, non è l'unica strategia disponibile per i gestori attivi nel comparto degli investimenti ESG. La scelta di includere in portafoglio società del comparto fossile può essere certamente discutibile. Ma i gestori che assumono questa iniziativa possono dare comunque un contributo importante alla crescita del settore degli investimenti ESG. Lo evidenzia, in particolar modo, la diffusione dei cosiddetti **FONDI LOW CARBON**. Pur non escludendo a priori le società coinvolte nell'oil & gas, questi fondi si caratterizzano per una bassa esposizione tanto alle fonti fossili quanto ai rischi della mancata transizione verso un'economia a basso impatto ambientale. Un fondo che investe in società tuttora operanti nel fossile ma che sono concretamente impegnate, al tempo stesso, in una progressiva transizione verso le rinnovabili, quindi, può essere definito low carbon. Tra gli

esempi possiamo citare proprio un fondo della società di gestione Parvest: il Climate Impact fund. Nel portafoglio titoli al 31 dicembre 2017, secondo l'ultima relazione disponibile³¹, compaiono alcune società attive nella vendita di gas naturale come la francese Suez e la cinese ENN Energy. Queste società, tuttavia, non sono coinvolte nelle attività di estrazione e hanno per questo un impatto relativamente basso in termini ambientali. Inoltre, nello stesso portafoglio del Parvest Climate Impact compaiono titoli di aziende del settore rinnovabili che, come tali, contribuiscono direttamente alla già citata transizione. Tra queste segnaliamo ad esempio le cinesi Huaneng Renewables Corporation (9,4 milioni di euro di investimento pari all'1,74% del patrimonio netto del fondo) e Xinyi Solar Holdings (10,6 milioni, 1,96%), la spagnola EDP Renováveis (17 milioni, 3,15%) e la californiana SunPower (6,2 milioni, 1,15%).

²⁷ Pramerica Sgr in <https://www.pramericasgr.it/Homepage>

²⁸ Ibidem.

²⁹ https://www.amundi.it/investitori_privati/document/download

³⁰ <https://www.total.com/en/media/news/press-releases/canada-fort-hills-project-reaches-first-oil>

³¹ Parvest SICAV, "RELAZIONE ANNUALE al 31/12/2017", in https://www.bper.it/prodotti/privati/investimento/allfunds/44_23.pdf

APPENDICE

I FONDI SOSTENIBILI NEL MERCATO ITALIANO³²

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	ABERDEEN GLOBAL	ABERDEEN GLOBAL C.TO RESPONSIBLE WORLD EQUITY FUND	LU0498185999
AZ. EUROPA	ACUE	EE	AMUNDI FUNDS	AMUNDI FUNDS C.TO EQUITY GREEN IMPACT	LU1579337871
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	OZ07	EE	AMUNDI INDEX SOLUTIONS	AMUNDI INDEX SOLUTIONS C.TO AMUNDI INDEX US CORP SRI	LU1806495575
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	FFEI	AMUNDI LUX SA	CORE SERIES C.TO CORE SUSTAINABLE	LU1545601657
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	IT	AMUNDI SGR	PIONEER OB. EURO CORPORATE ETICO	IT0004814213
BILANCIATI	BAUP	EITA	AMUNDI SGR	AMUNDI SOLUZIONI ITALIA C.TO PROGETTO AZIONE SOSTENIBILE	LU1655258330
BILANCIATI	BAUP	EITA	AMUNDI SGR	AMUNDI SOLUZIONI ITALIA C.TO PROGETTO AZIONE SOSTENIBILE II	LU1720525762
BILANCIATI	BAUP	EITA	AMUNDI SGR	AMUNDI SOLUZIONI ITALIA C.TO PROGETTO AZIONE SOSTENIBILE III	LU1774630195
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	AXA WORLD FUNDS	AXA WORLD FUNDS C.TO HUMAN CAPITAL	LU0372523448
AZ. AREA EURO	ABEU	EE	AXA WORLD FUNDS	AXA WORLD FUNDS C.TO FRAMLINGTON EUROZONE RI	LU0545090143
AZ. ALTRI SETTORI	AHS9	EE	BNP PARIBAS AM FRANCE (GAMMA FRANCESE)	BNP PARIBAS DEVELOPPEMENT HUMAIN	FR0011383058
OBBL. INT.LI CORP. INV.GRADE	OZ10	EITA	BNP PARIBAS AM FRANCE (GAMMA FRANCESE)	BNP PARIBAS CEDOLA SOSTENIBILE 2021	FR0013229937
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	BNP PARIBAS AM FRANCE (GAMMA FRANCESE)	BNP PARIBAS IMMOBILIER RESPONSABLE	FR0013302130
AZ. SERV. PUBBL. UT.	AHS8	EE	BNP PARIBAS AM FRANCE (GAMMA FRANCESE)	BNP PARIBAS AQUA	FR0013302155
AZ. EUROPA	ACUE	IT	BNP PARIBAS AM FRANCE (GAMMA ITALIANA)	BNL AZIONI EUROPA DIVIDENDO	IT0001468047
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	EE	BNP PARIBAS AM LUXEMBURG	BNP PARIBAS FORTIGO C.TO SUSTAINABLE ALLOCATION	LU1604175957
BILANCIATI	BAUP	FFEE	BNP PARIBAS LI	BNP PARIBAS LI C.TO SUSTAINABLE ACTIVE BALANCED	LU0159091882

³² Assogestioni. Dati al 28 settembre 2018.

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
BILANCIATI AZIONARI	BAUO	FFEE	BNP PARIBAS LI	BNP PARIBAS LI C.TO SUSTAINABLE ACTIVE GROWTH	LU0159092427
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	EE	BNP PARIBAS LI	BNP PARIBAS LI C.TO SUSTAINABLE ACTIVE STABILITY	LU0531998010
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	BNP PARIBAS LI	BNP PARIBAS LI C.TO SMART FOOD	LU1151729644
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	EE	BNP PARIBAS SELECT	BNP PARIBAS SELECT C.TO BNP PARIBAS SUSTAINABLE BOND EURO SHORT TERM	FR0013176377
AZ. EUROPA	ACUE	EE	BNY MELLON GLOBAL FUNDS PLC	BNY MELLON GF C.TO EUROPEAN ETHICAL INDEX TRACKER	IE0030820504
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	OZ02	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND EURO	LU1313770023
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND EURO CORPORATE	LU1313770882
AZ. AREA EURO	ABEU	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY EMU	LU1313771427
AZ. EUROPA	ACUE	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY EUROPE	LU1313772151
OBBL. PAESI EMERGENTI	OZ13	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND EMERGING MARKETS	LU1434519846
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	OZ01	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND EURO SHORT TERM	LU1434522634
OBBL. INT.LI GOV.	OZ09	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND GLOBAL	LU1434523442
AZ. PAESI EMERGENTI	AFEP	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY EMERGING MARKETS	LU1434524416
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY WORLD	LU1434528169
FONDI DI MERCATO MONETARIO EURO	RAEU	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO MONEY MARKET EURO	LU1434529050
AZ. AMERICA	ADMA	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY NORTH AMERICA	LU1507501481
OBBL. EURO HIGH YIELD	OZ04	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO BOND GLOBAL HIGH YIELD	LU1644441476
AZ. PACIFICO	AACP	EE	CANDRIAM SRI	CANDRIAM SRI C.TO EQUITY PACIFIC	LU1797946917
BILANCIATI	BAUP	FFEE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE MEDIUM	BE0159411405
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	FFEE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE LOW	BE0159412411
BILANCIATI AZIONARI	BAUO	FFEE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE HIGH	BE0169199313
AZ. EUROPA	ACUE	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE EUROPE	BE0173540072
AZ. AMERICA	ADMA	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE NORTH AMERICA	BE0173901779
AZ. PACIFICO	AACP	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE PACIFIC	BE0174191768

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	OZ02	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE EURO BONDS	BE0943336116
OBBL. INT.LI GOV.	OZ09	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE WORLD BONDS	BE0945478197
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE EURO CORPORATE BONDS	BE0945493345
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	CANDRIAM SUSTAINABLE	CANDRIAM SUSTAINABLE C.TO SUSTAINABLE WORLD	BE0946893766
OBBL. FLESSIBILI	OZ16	EE	CREDIT SUISSE FUND MANAGEMENT SA	CS IF 13 C.TO CS (LUX) GREEN BOND FUND	LU0533765334
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	EE	DB X-TRACKERS II	DB X-TRACKERS II C.TO XTRACKERS ESG EUR CORPORATE BOND UCITS ETF	LU0484968812
FLESSIBILI	SAFL	EITA	DEAWM FIXED MATURITY	DEAWM FIXED MATURITY C.TO DEAWM FIXED MATURITY FLEXINVEST ESG 2021	LU1278174724
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	DWS INVEST	DWS INVEST SICAV C.TO EURO BONDS (PREMIUM)	LU0254491003
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	DWS INVEST	DWS INVEST SICAV C.TO ESG EQUITY INCOME	LU1747711460
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	DWS INVEST	DWS INVEST SICAV C.TO CROCI WORLD ESG	LU1769941771
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	OZ01	EE	DWS INVEST	DWS INVEST SICAV C.TO ESG EURO BONDS (SHORT)	LU1815111171
OBBL. EURO GOV. BREVE T.	OZ01	IT	ETICA SGR	ETICA OBBLIGAZIONARIO BREVE TERMINE	IT0004782352
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	IT	ETICA SGR	ETICA RENDITA BILANCIATA	IT0005117558
BILANCIATI	BAUP	IT	ETICA SGR	ETICA BILANCIATO	IT0005336851
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	IT	ETICA SGR	ETICA AZIONARIO	IT0005336877
OBBL. MISTI	OZ15	IT	ETICA SGR	ETICA OBBLIGAZIONARIO MISTO	IT0005336893
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EITA	EURIZON CAPITAL SA	EURIZON FUND C.TO SUSTAINABLE GLOBAL EQUITY	LU1529957687
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	EITA	EURIZON CAPITAL SA	EURIZON FUND C.TO BOND CORPORATE SMART ESG	LU1652387454
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EITA	EURIZON CAPITAL SA	EURIZON FUND C.TO ABSOLUTE GREEN BONDS	LU1693963883
OBBL. MISTI	OZ15	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON DIVERSIFICATO ETICO	IT0001052742
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON OBBLIGAZIONARIO ETICO	IT0001083382
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON AZIONARIO INTERNAZIONALE ETICO	IT0001083424
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO DICEMBRE 2023	IT0005212037

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO MARZO 2024	IT0005220535
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO MAGGIO 2024	IT0005237943
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO LUGLIO 2024	IT0005250540
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON ESG TARGET 40 - GIUGNO 2022	IT0005250805
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO SETTEMBRE 2024	IT0005273476
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO DICEMBRE 2024	IT0005278806
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON DISCIPLINA SOSTENIBILE ESG MARZO 2023	IT0005312464
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO MARZO 2025	IT0005312654
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO MAGGIO 2025	IT0005320905
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON DISCIPLINA SOSTENIBILE ESG MAGGIO 2023	IT0005320947
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON DISCIPLINA SOSTENIBILE ESG LUGLIO 2023	IT0005329930
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO LUGLIO 2025	IT0005330177
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON FLESSIBILE AZIONARIO SETTEMBRE 2025	IT0005336430
FLESSIBILI	SAFL	IT	EURIZON CAPITAL SGR	EURIZON DISCIPLINA SOSTENIBILE ESG OTTOBRE 2023	IT0005339897
AZ. AREA EURO	ABEU	EE	EURO CAPITAL DURABLE	EURO CAPITAL DURABLE	FR0010589275
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EITA	EUROMOBILIARE INTERNATIONAL FUND SICAV	EUROFUND LUX C.TO MULTI SMART EQUITY - MUSE	LU1492371270
FLESSIBILI	SAFL	EITA	FIDEURAM ASSET MANAGEMENT IRELAND	FONDITALIA ETHICAL INVESTMENT	LU0814413083
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	FFEE	FUNDQUEST	FUNDQUEST SICAV C.TO ETHISWORLD	FR0012686046
AZ. EUROPA	ACUE	EE	GENERALI INVESTMENTS SICAV	GI C.TO EUROPEAN SRI EQUITY	LU1489756715
FLESSIBILI	SAFL	EE	INVESCO FUNDS	INVESCO FUNDS C.TO INVESCO SUSTAINABLE ALLOCATION FUND	LU1701704584
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	JPMORGAN FUNDS SICAV	JPM FUNDS C.TO GLOB.SOC.RESPONS.	LU0210534813
AZ. EUROPA	ACUE	EE	JPMORGAN FUNDS SICAV	JPM FUNDS C.TO EUROPE SUSTAINABLE EQUITY FUND	LU1529808336
OBBL. INT.LI HIGH YIELD	OZ11	EE	M&G (LUX) INVESTMENT FUNDS 1	M&G (LUX) INVESTMENT FUNDS 1 C.TO M&G (LUX) GLOBAL HIGH YIELD ESG BOND FUND	LU1665236482

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	M&G (LUX) INVESTMENT FUNDS 1	M&G (LUX) INVESTMENT FUNDS 1 C.TO M&G (LUX) GLOBAL LISTED INFRASTRUCTURE FUND	LU1665238009
BILANCIATI	BAUP	EITA	NEAM SA	NEF C.TO ETHICAL BALANCED CONSERVATIVE	LU1555072336
OBBL. EURO GOV. MEDIO/LUNGO T.	OZ02	EITA	NEAM SA	NEF C.TO ETHICAL TOTAL RETURN BOND	LU1555162913
BILANCIATI	BAUP	EITA	NEAM SA	NEF C.TO ETHICAL BALANCED DYNAMIC	LU1555163135
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	NN INVESTMENT PARTNERS	NN (L) SICAV C.TO GLOBAL SUSTAINABLE EQUITY	LU0191250769
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	NN INVESTMENT PARTNERS	NN (L) SICAV C.TO EURO SUSTAINABLE CREDIT (EXCLUDING FINANCIALS)	LU0577863615
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	NN INVESTMENT PARTNERS	NN (L) SICAV C.TO EURO SUSTAINABLE CREDIT (INCLUDING FINANCIALS)	LU1106537605
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	NN INVESTMENT PARTNERS	NN (L) SICAV C.TO EURO GREEN BOND	LU1365052627
AZ. EUROPA	ACUE	EE	NN INVESTMENT PARTNERS	NN (L) SICAV C.TO EUROPEAN SUSTAINABLE EQUITY	LU1542714578
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SUSTAINABLE EQUITY EUROPE	LU0212189368
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SUSTAINABLE BOND EURO CORPORATE	LU0265317569
AZ. ALTRI SETTORI	AHS9	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO GLOBAL ENVIRONMENT	LU0347712431
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO CLIMATE IMPACT	LU0406803147
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO GREEN TIGERS	LU0823438733
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SUSTAINABLE BOND EURO	LU0828231075
OBBL. DOLLARO CORP. INV.GRADE	OZ07	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SUSTAINABLE BOND WORLD CORPORATE	LU0925121187
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO HUMAN DEVELOPMENT	LU1165136844
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SMART FOOD	LU1165137651
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO SUSTAINABLE EQUITY HIGH DIVIDEND EUROPE	LU1458429054
AZ. ALTRI SETTORI	AHS9	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO AQUA	LU1620156130
OBBL. ALTRE SPECIALIZZAZIONI	OZ14	EE	PARVEST SICAV	PARVEST C.TO GREEN BOND	LU1620156999
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	SCHRODER ISF C.TO GLOBAL SUSTAINABLE GROWTH	LU0557290854
AZ. ALTRE SPECIAL.	AYAS	EE	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	SCHRODER ISF C.TO GLOBAL SUSTAINABLE GROWTH EUR HEDGED	LU0671501046

Categoria Assogestioni	Cod	Tipo	Società	Nome	Codice Isin
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	SCHRODER INTERNATIONAL SELECTION FUND	SCHRODER ISF C.TO QEP GLOBAL ESG	LU1775314054
OBBL. MISTI	OZ15	IT	SELLA SGR	INVESTIMENTI SOSTENIBILI	IT0005219859
AZ. INTERNAZIONALI	AGTT	EE	STATE STREET GLOBAL ADVISORS LUXEMBOURG	STATE STREET GLOBAL ADVISORS LUXEMBOURG C.TO STATE STREET WORLD SRI INDEX EQUITY FUND	LU1159235362
AZ. EUROPA	ACUE	EE	THEAM QUANT	THEAM QUANT C.TO EQUITY EUROPE CLIMATE CARE	LU1353196436
AZ. AREA EURO	ABEU	IT	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA AZIONARIO ETICO	IT0003851034
OBBL. EURO CORP. INV.GRADE	OZ03	IT	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA OBBLIGAZIONARIO EURO CORPORATE ETICO	IT0005075590
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	IT	UBI PRAMERICA SGR	UBI PRAMERICA BILANCIATO ETICO	IT0005278970
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	EITA	UBI SICAV	UBI SICAV C.TO SOCIAL 4 PLANET	LU1785078269
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	BAUQ	EITA	UBI SICAV	UBI SICAV C.TO SOCIAL 4 FUTURE	LU1785081131

Finito di stampare nel mese di gennaio 2019
Publistampa Arti grafiche / Pergine Valsugana (TN)



Publistampa Arti Grafiche è certificata FSC® e PEFC (impiego di carta da foreste gestite responsabilmente), ISO 14001:2015 (sistema di gestione ambientale), 100% Energia Pulita, Ecoprint (ecologicità dell'intero processo di stampa) e Impresa Etica. Stampa secondo criteri documentati di responsabilità ambientale: impiego di materie prime certificate e di energia rinnovabile, riduzione degli scarti, inchiostri a base vegetale, processi produttivi efficienti e responsabili, promozione di comportamenti sostenibili.

La carta utilizzata per questo rapporto è composta da fibre riciclate FSC® e da fonti forestali gestite responsabilmente.

Questo secondo rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa esce nel decennale del fallimento di Lehman Brothers: un'occasione per descrivere un sistema finanziario "tradizionale" che fatica a perdere il vizio della speculazione miope e raccontare come, nel contempo, un altro stia crescendo florido e a doppia cifra. È il mondo dei fondi responsabili, dell'azionariato critico e delle banche etiche. Un comparto che cittadini e investitori stanno premiando sempre di più e che attende, dagli Stati nazionali e dall'Unione europea, norme che finalmente ne incentivino la crescita.

Una pubblicazione di

