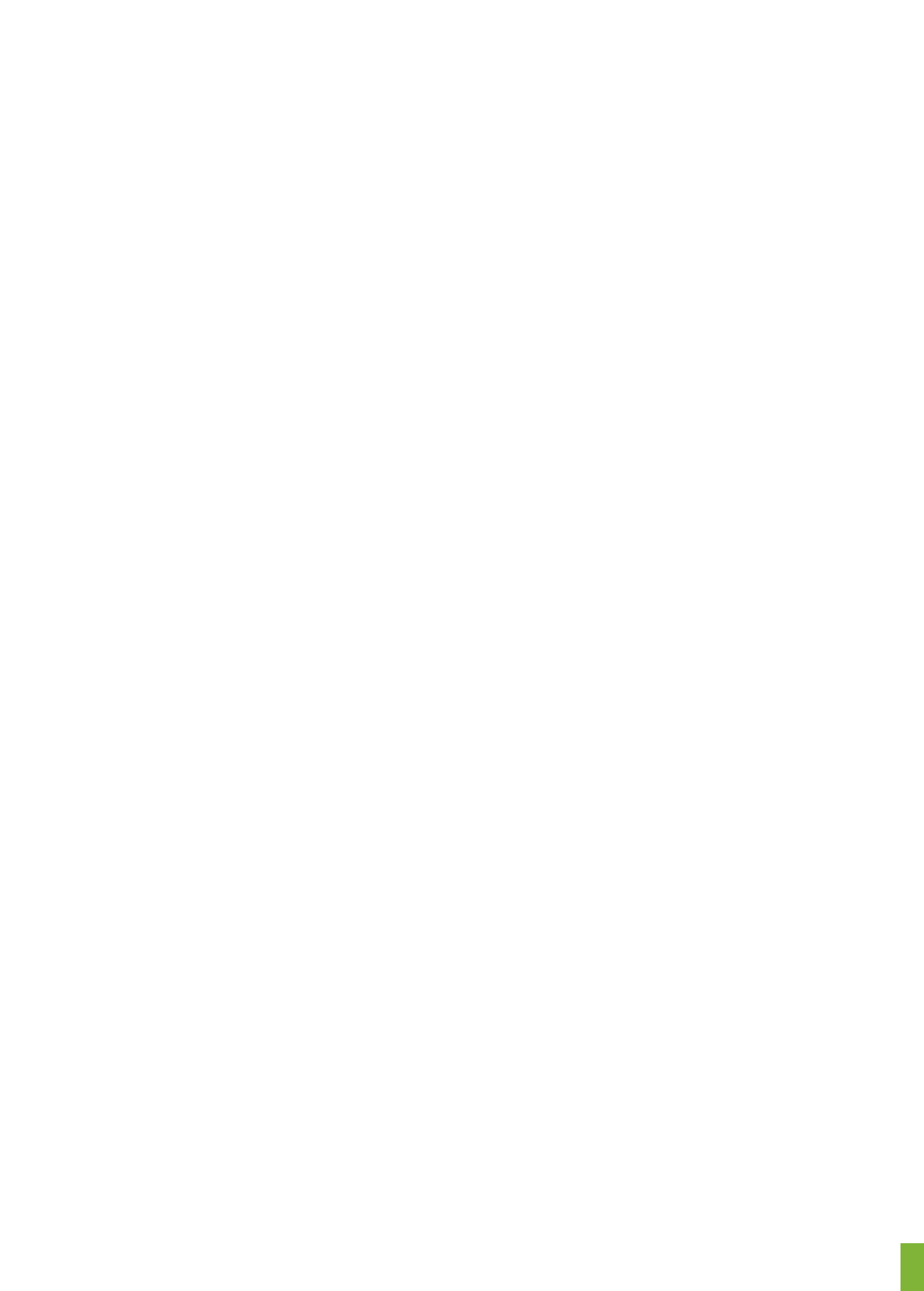


CONFERENZA EPISCOPALE ITALIANA

Linee Guida della
Conferenza Episcopale Italiana
in materia di investimenti
etici e sostenibili





Indice

Introduzione	5
1. Le attività economiche e finanziarie secondo il magistero della Chiesa Cattolica	9
1.1 Lo scenario di riferimento	9
1.2 Operare in finanza: quali prospettive?	13
1.3 La destinazione universale dei beni: principio morale di riferimento	15
<i>1.3.1 La destinazione universale dei beni e la proprietà privata</i>	16
<i>1.3.2 Criteri morali per la gestione della proprietà</i>	17
1.4 I destinatari del documento	21
2. La gestione dell'attività finanziaria	23
2.1 Elementi per la gestione consapevole del patrimonio	23
2.2 Orizzonte temporale e liquidabilità	31
2.3 Risk Management e monitoraggio	34
<i>2.3.1 La gestione del rischio negli investimenti etici</i>	35
<i>2.3.2 La trasparenza negli investimenti etici</i>	37
3. Investire in modo responsabile: una scelta ma anche un dovere	39
3.1 ESG: una necessaria premessa definitoria	39
3.2 La necessità di un "linguaggio comune"	44
3.3 Gli investimenti ESG: i nodi da sciogliere	50

3.4	Quali strumenti per investire ESG?	58
3.4.1	<i>Investimenti ESG in strumenti liquidi</i>	59
3.4.2	<i>ESG e investimenti illiquidi</i>	62
4.	Linee guida per investire responsabilmente	65
4.1	Come l'ispirazione cattolica promuove la sostenibilità etica degli investimenti ESG	65
4.2	Criteri di inclusione	67
4.2.1	<i>Criteri socialmente compatibili</i>	67
4.2.2	<i>Criteri ecologici</i>	68
4.2.3	<i>Criteri di equità</i>	69
4.3	Criteri di esclusione o di "allerta"	72
4.3.1	<i>Protezione della vita</i>	72
4.3.2	<i>Promozione della pace</i>	74
4.3.3	<i>Sostegno alla dignità umana</i>	75
4.3.4	<i>Sostegno alla giustizia economica</i>	77
4.3.5	<i>Cura dell'ambiente</i>	77
4.3.6	<i>Protezione degli animali</i>	78
4.3.7	<i>Sostenibilità degli investimenti</i>	78
4.4	Engagement	79

Introduzione

Il presente documento in materia di investimenti finanziari etici e sostenibili, **approvato dal Consiglio Episcopale Permanente della Conferenza Episcopale Italiana nella seduta del 24 marzo 2026**, rappresenta un aggiornamento del documento pubblicato nel febbraio 2020, *La Chiesa Cattolica e la gestione delle risorse finanziarie con criteri etici e di responsabilità sociale, ambientale e di governance*.

Negli ultimi anni, profondi cambiamenti hanno attraversato sia il panorama finanziario sia il dibattito etico e sociale, rendendo necessario un rinnovato discernimento sulla gestione delle risorse economiche. L'emergere di strumenti finanziari innovativi (ETF, mercati privati fino ad arrivare alle criptovalute), così come l'intensificarsi delle sfide morali legate all'integrità della vita umana, la giustizia e la pace, impongono agli enti religiosi, ai singoli fedeli e a "tutti gli uomini di buona volontà" una riflessione attenta e responsabile sulla destinazione dei propri investimenti.

In linea con quanto emerso nel Documento Finale della XVI Assemblea Generale Ordinaria del Sinodo dei Vescovi (nn. 74-75) e nella Sintesi nazionale della Fase Sapienziale delle Chiese che sono in Italia (nn. 21, 24-26, 31), la gestione delle risorse finanziarie è oggi riconosciuta come un ambito cruciale di esercizio della corresponsabilità ecclesiale. L'amministrazione dei beni richiede infatti una profonda conversione delle strutture (n. 21), promuovendo una cultura della trasparenza e della rendicontazione (n. 25) che si traduca in una necessaria formazione e competenza tecnica (n. 31), affinché ogni scelta economica sia finalizzata alla missione e alla carità (n. 26).

La Chiesa riconosce il ruolo positivo che la finanza può svolgere nella promozione di un'economia giusta e solidale, a condizione che essa sia animata da un autentico desiderio di contribuire al **Bene Comune**. L'allocazione delle risorse finanziarie non è un atto neutro, ma può diventare uno strumento di crescita integrale per la società, nel rispetto della dignità della persona e dell'armonia del creato. Questo documento si propone di offrire criteri chiari per una gestione finanziaria **professionale, trasparente e responsabile**, in cui la prima applicazione dell'etica consiste proprio nella prudenza e nella competenza con cui si amministrano i beni.

Alla base di questa visione vi sono principi fondamentali della Dottrina Sociale della Chiesa, quali la **destinazione universale dei beni**, il **giusto profitto** e l'impegno per un modello economico che non generi esclusione, ma favorisca la partecipazione e lo sviluppo sostenibile. In questo senso, il legame tra finanza ed **ecologia integrale** diventa imprescindibile: la sostenibilità economica non può prescindere dalla tutela della casa comune, come richiamato nell'enciclica *Laudato si'*.

Queste *Linee Guida* assumono un significato speciale nel contesto del **Giubileo del 2025**, che la Chiesa ha celebrato come *Giubileo della Speranza*.

Nella tradizione biblica (Cfr. *Lv 25*), il Giubileo era un tempo di restituzione, liberazione e rinnovamento, un'occasione per ristabilire giustizia ed equità nelle relazioni economiche e sociali. L'Anno Santo pone al centro anche del nostro tempo queste domande di giustizia. L'esigenza di far riposare la terra diventa oggi ascolto del grido dei poveri – si pensi all'indebitamento eccessivo dei paesi in via di sviluppo – e del grido della terra, come il “debito ecologico” che le economie avanzate generano verso quelle dei paesi poveri. Papa Francesco nel suo Messaggio per la Giornata Mondiale della Pace 2025¹ ha ricordato che il credito può di-

1 Francesco, Messaggio per la LVIII Giornata mondiale della pace (1° gennaio 2025), *Rimetti a noi i nostri debiti, concedici la tua pace*, 8 dicembre 2024.

ventare un'«arma» se diventa fonte di oppressione e non è più capace di generare sviluppo umano, economico, ambientale e sociale.

In questo contesto, il magistero di **Papa Leone XIV** offre un ulteriore riferimento di orientamento e ispirazione insieme alla centralità della Dottrina Sociale della Chiesa, la cui accezione moderna è iniziata proprio con *Rerum novarum* del predecessore, Leone XIII. Rappresenta la continuità dell'impegno della Chiesa per la giustizia sociale, la dignità del lavoro umano, la solidarietà tra i popoli e la necessità di un ordine economico fondato sul rispetto della persona e del Bene Comune.

Questo spirito interpella anche oggi gli operatori finanziari, chiamati a promuovere una finanza che non sia solo strumento di profitto, ma anche di **speranza per le generazioni presenti e future**.

Con questo documento aggiornato, la Conferenza Episcopale Italiana intende offrire alle chiese in Italia, agli enti religiosi e a chiunque si occupa a vario titolo di finanza un quadro di riferimento per investimenti coerenti con i valori evangelici, capaci di rispondere alle sfide del nostro tempo con **responsabilità e lungimiranza**.

Un sincero ringraziamento va al gruppo di esperti che ha contribuito alla revisione del presente documento, accompagnandone l'elaborazione con competenza, rigore e attenzione ai profili etici, sociali, ambientali e di governance nella gestione delle risorse finanziarie.

In particolare si desidera ringraziare: **Mario Anolli, Giuseppe Baturi, Elena Beccalli, Andrea Beltratti, Bruno Bignami, Mariarosa Borroni, Alessandro Caffi, Claudio Francesconi, Livio Gualerzi, Mario Menin e Leonardo Salutati**.

Il contributo di ciascuno ha reso possibile un lavoro di revisione approfondito e condiviso, favorendo l'aggiornamento del documento in continuità con il magistero della Chiesa e con le sfide attuali legate a una gestione etica e responsabile delle attività finanziarie.



1. Le attività economiche e finanziarie secondo il magistero della Chiesa Cattolica

1.1 Lo scenario di riferimento

Negli anni più recenti, l'indirizzo della Santa Sede sull'economia finanziaria è stato espresso nei documenti *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones* (OPQ) del 2018 e *Mensuram bonam* (MB) del 2022, partendo dalle fonti primarie del *Catechismo della Chiesa Cattolica* e del *Compendio della Dottrina Sociale della Chiesa*, con l'intento di offrire alcune "considerazioni per un discernimento etico circa alcuni aspetti dell'attuale sistema economico-finanziario" (OPQ 3). Sviluppando il tema del rapporto tra etica e finanza, la Chiesa "proprio per liberare ogni ambito dell'agire umano da quel disordine che così frequentemente lo affligge, riconosce fra i suoi compiti primari anche quello di richiamare a tutti, con umile certezza, alcuni chiari principi etici"².

2 "È la stessa ragione umana, la cui indole connota indelebilmente ciascuna persona, ad esigere un illuminante discernimento a questo riguardo. In continuazione, infatti, la razionalità umana cerca nella verità e nella giustizia quel solido fondamento su cui appoggiare il suo operare, nel presentimento che senza di esso verrebbe meno anche il suo stesso orientamento" - Congregazione per la Dottrina della Fede, Dicastero per il Servizio dello sviluppo umano integrale, *Oeconomicae et pecuniariae quaestiones, Considerazioni per un discernimento etico circa alcuni aspetti dell'attuale sistema economico-finanziario*, 6 gennaio 2018, 3.

“Tale retto orientamento della ragione non può dunque mancare in ogni settore dell’agire umano... per non rischiare di rimanere impermeabili ad un’etica fondata sulla libertà, sulla verità, sulla giustizia e sulla solidarietà” (OPQ 4)³. Riprendendo un passaggio di *Laudato si’* (LS 189), OPQ osserva che “la recente crisi finanziaria poteva essere l’occasione per sviluppare una nuova economia più attenta ai principi etici e per una nuova regolamentazione dell’attività finanziaria, neutralizzandone gli aspetti predatori e speculativi e valorizzandone il servizio all’economia reale”⁴. Da qui l’invito ad “elaborare nuove forme di economia e finanza, le cui prassi e regole siano rivolte al progresso del bene comune e rispettose della dignità umana, nel sicuro solco offerto dall’insegnamento sociale della Chiesa” (OPQ 6) perché, come ricorda *Laudato si’*, “Tutta la società (...) ha l’obbligo di difendere e promuovere il bene comune” (LS 156). Per questo urge “una riflessione etica circa taluni aspetti dell’intermediazione finanziaria”, il cui funzionamento “non solo ha prodotto palesi abusi ed ingiustizie, ma si è anche rivelato capace di creare crisi sistemiche e di portata mondiale”⁵.

Nel condividere questa istanza e preoccupazione, la Conferenza Episcopale Italiana fa sua tutta l’impostazione etico-valoriale dei due documenti (OPQ e MB) della Santa Sede con le indicazioni in essi contenute, come comune denominatore di principi a partire dai quali discernere concreti comportamenti, in grado di indirizzare ogni investimento. Numerose sono anche le linee guida in materia di investimenti finanziari sviluppate da parte di altre Conferenze Episcopali o di altre Chiese cristiane. Tali documenti sono di riferimento, nell’obiettivo di camminare insieme come credenti. Le attività finanziarie non devono essere finalizzate solo ad una qualche forma di rendimento, ma necessariamente e contestualmente verso scopi etici e socialmente responsabili.

3 Si veda anche Francesco, Esortazione apostolica *Laudate Deum*, 31.

4 Francesco, Lettera enciclica *Laudato si’*, 24 maggio 2015, 193-196.

5 *Ibidem*.

Già in passato la CEI è intervenuta sul tema economico-finanziario con la pubblicazione di sussidi predisposti dall'Ufficio Nazionale per i problemi sociali e il lavoro e, nel 2020, tramite la pubblicazione della prima versione delle *Linee Guida in materia di investimenti etici e sostenibili*⁶, testo in questa sede oggetto di revisione, attraverso il quale si offre una modalità di approccio che vuole educare alla responsabilità, ispirata dalla fede e dalla Dottrina Sociale della Chiesa, individuando criteri generali che possono permettere di valutare atteggiamenti e comportamenti e al tempo stesso evidenziando i potenziali rischi della finanza speculativa.

Sono molti gli esempi che evidenziano come una finanza condotta nel rispetto delle leggi, delle regole e dell'etica sia un elemento di supporto allo sviluppo economico. Mercati e intermediari finanziari che seguono le regole consentono alle unità economiche che dispongono di risparmio (surplus finanziario) di investire le proprie risorse per finanziare il settore pubblico e le imprese per la realizzazione di investimenti produttivi, o le famiglie stesse, che necessitano di risorse per bilanciare entrate e uscite nel loro ciclo vitale, o acquistare un'abitazione. Le evidenze storiche mostrano che la finanza è da oltre quattromila anni parte del funzionamento del sistema: già i babilonesi facevano uso di contratti finanziari, caratterizzabili oggi come titoli azionari e di debito, per il finanziamento del commercio marittimo necessario per lo scambio di beni usati per le esigenze economiche. La Chiesa Cattolica e i credenti sono stati in diverse epoche storiche non solo attori dell'economia e della finanza, ma persino protagonisti: si pensi al ruolo del monachesimo nello sviluppo di un'economia moderna durante il Medioevo dopo la caduta dell'Impero Romano, o al ruolo dei cristiani nella nascita delle banche cooperative nell'Ottocento. L'uso corretto della finanza è quindi virtuoso e rappresenta un'infrastruttura sociale

6 La Chiesa Cattolica e la gestione delle risorse finanziarie con criteri etici di responsabilità sociale, ambientale e di governance (2020).

di grande importanza, come dimostrato anche dalle numerose leggi e regole che sorvegliano e guidano le azioni di mercati ed intermediari. La finanza può e dovrà avere un ruolo centrale nell'affrontare la grande sfida legata al cambiamento climatico. Sono, infatti, assai ingenti gli investimenti necessari a permettere lo sviluppo di nuove tecnologie e nuovi modelli in grado di contrastare e adeguarsi agli effetti negativi di tale cambiamento, necessitando di uno sforzo comune tra Stati, imprese, banche e individui. Tutto ciò è reso ancor più vero dall'urgenza di questa sfida i cui effetti si stanno manifestando sempre più frequentemente e con crescente violenza. A tal proposito, Papa Francesco scrive in *Laudate Deum* (LD): “con il passare del tempo, mi rendo conto che non reagiamo abbastanza, poiché il mondo che ci accoglie si sta sgreitolando e forse si sta avvicinando a un punto di rottura” (LD 2). Più di recente, anche Papa Leone XIV ha sottolineato l'urgenza di una “giustizia ambientale”, che “non può più essere considerata un concetto astratto o un obiettivo lontano” e “va oltre la semplice tutela dell'ambiente. Si tratta in realtà di una questione di giustizia sociale, economica e antropologica”⁷. È un richiamo forte ad un impegno condiviso e coerente, che passa anche attraverso le scelte economiche e finanziarie compiute, a titolo personale o per impegno professionale. In un contesto socioculturale, dove l'interesse per le tematiche ambientali, sociali e di buon governo sembra essere “sbiadito”, accantonato a fronte di tematiche più urgenti, o volutamente abbandonato per chiara scelta politica, l'impegno della Chiesa può costituire uno sprone per tutti i suoi appartenenti, religiosi e laici, affinché “l'ecologia integrale sia sempre più scelta e condivisa come rotta da seguire”⁸ anche in campo finanziario.

7 Leone XIV, Messaggio per la X Giornata mondiale di preghiera per la cura del creato (1° settembre 2025), *Semi di pace e di speranza*, 30 giugno 2025.

8 *Ibidem*.

1.2 Operare in finanza: quali prospettive?

Il tema del ruolo dell'etica nella finanza può essere affrontato da tre prospettive:

- 1) la prima è quella che afferma una netta distinzione ed una conseguente relazione tra “etica e finanza”. L'etica rappresenterebbe, per così dire, un complesso di “limiti per umanizzare la finanza”. Questa espressione, spesso utilizzata in occasione di convegni o seminari, ha senz'altro il merito di evidenziare la distinzione esistente tra le due realtà, ma riesce ad esprimere, solo in negativo, la loro connessione nella forma della giustapposizione e di un vincolo rappresentato dalla prima per la seconda;
- 2) la seconda prospettiva è quella della cosiddetta “finanza etica” che sarebbe contrapposta a una finanza “non etica”. In questo caso la “finanza etica” segnalerebbe un settore virtuoso della finanza, in contrapposizione a uno “non equo”. Tale impostazione è riduttiva perché tutta la finanza deve essere etica, altrimenti si riduce a mera speculazione;
- 3) l'espressione più corretta e aderente alle attese espresse dal Magistero, e in generale dalla Dottrina Sociale della Chiesa, è quella di “etica della finanza”. La proposizione articolata “della” è molto importante in quanto indica che l'etica appartiene alla finanza come qualcosa di suo, che nasce dal suo stesso interno. Essa non si aggiunge dopo, ma emana da un intimo bisogno della stessa finanza di perseguire i propri obiettivi, dato che anche quest'ultima è un'attività umana. La stessa proposizione articolata, inoltre, delimita un ambito nell'etica – quello appunto della finanza - lasciando intendere che il campo dell'etica è più vasto di quello della finanza.

Il compito affidato a questo documento per la definizione di criteri etici e socialmente responsabili da applicare nell'ambito degli investimenti non può prescindere dall'assunzione di responsabilità da parte

di ogni credente impegnato su questo versante. Come ricorda il *Compendio della Dottrina Sociale della Chiesa*, anche le istituzioni sono chiamate a svolgere il loro compito, quando chiede di individuare “soluzioni istituzionali” e un “quadro normativo” per un’adeguata assunzione di responsabilità delle persone che operano nel sistema finanziario. Di conseguenza, per identificare una griglia di principi etici da adottare da parte di chi utilizza strumenti di investimento, è importante ricordare che in finanza, quando le cose non funzionano, le cause spesso non sono da ricercare negli strumenti di investimento, ma nel sistema di indirizzo che la guida e nei modelli culturali predominanti. Questo avviene quando si persegue l’obiettivo del massimo profitto, in totale contrapposizione con ogni altra motivazione etica che metta al centro il bene comune e la valorizzazione della persona umana.

Si tratta dunque di una sfida culturale, di un azzardo dell’utopia, per quanti vogliono continuare a credere, come cittadini attivi, in un mondo migliore. In effetti, lungi da ogni retorica, la responsabilità morale e l’esigenza della virtù riguardano ogni persona, nella consapevolezza della possibilità di influire sulla realtà per migliorarla. Al riguardo non esistono deroghe in grado di sollevarci dalle responsabilità.

1.3 La destinazione universale dei beni: principio morale di riferimento

Nel corso della storia si è riflettuto molto sul rapporto tra Chiesa e patrimonio, con discussioni spesso anche controverse, ma un principio non negoziabile rimane quello della destinazione universale dei beni. La Chiesa necessita di fondi per sostenere stabilmente la propria missione e dunque il servizio alla liturgia, alla catechesi e alla carità: deve, pertanto, essere in grado di acquisire, detenere, gestire e vendere un patrimonio, al fine di garantire copertura finanziaria alle proprie attività. Il patrimonio ecclesiastico, non essendo fine a sé stesso, impegna i responsabili economici ad affrontare la sfida di adempiere alle proprie mansioni con diligenza e, allo stesso tempo, con particolare sensibilità per le elevate esigenze etiche della Chiesa. In altre parole, essi devono operare dimostrando che la Chiesa – anche nelle questioni finanziarie – svolge il proprio incarico con cura, responsabilità e senza contraddizioni tra l'insegnamento e l'agire. A questo riguardo sembra opportuno richiamare la riflessione che nel tempo si è sviluppata sul principio della destinazione universale dei beni e sulle sue conseguenze.

Il principio ha le sue radici nella Rivelazione biblica e nella tradizione più antica e la sua formulazione più comunemente citata ci è offerta dal Concilio Vaticano II nella *Gaudium et spes* (GS): “Dio ha destinato la terra e tutto quello che essa contiene all’uso di tutti gli uomini e di tutti i popoli, e pertanto i beni creati devono equamente essere partecipati a tutti, secondo la regola della giustizia, inseparabile dalla carità” (GS 69). “La creazione è voluta da Dio come un dono fatto all’uomo, come una eredità a lui destinata e affidata” (Catechismo della Chiesa Cattolica - CCC 299). Perciò la fede nel Dio creatore di ogni bene non può dissociarsi dalla responsabilità assegnata agli uomini di organizzare la convivenza in modo che tutti abbiano accesso ai beni della creazione in modo equo. Quando ciò non accade, si lede la giustizia e quindi la carità.

1.3.1 La destinazione universale dei beni e la proprietà privata

Se si fa attenzione ai contesti in cui, nel Magistero sociale della Chiesa, appare il principio della destinazione universale dei beni, si nota che si tratta di riflessioni o questioni sempre collegate al diritto di proprietà a cominciare dalla *Rerum novarum* di Leone XIII, passando per Pio XI, Pio XII, Giovanni XXIII, Paolo VI, Giovanni Paolo II, Papa Francesco⁹. Di fatto tutte le presentazioni sistematiche della Dottrina Sociale della Chiesa includono la destinazione universale dei beni tra i suoi principi fondamentali¹⁰, avendo ben chiaro che “quali che siano le forme della proprietà, adattate alle legittime istituzioni dei popoli secondo le diverse e mutevoli circostanze, si deve sempre ottemperare a questa destinazione universale dei beni. Perciò l’uomo, usando di questi beni, deve considerare le cose esteriori che legittimamente possiede non solo come proprie, ma anche come comuni, nel senso che possano giovare non unicamente a lui, ma anche agli altri” (GS 69).

Ad eccezione di *Rerum novarum*, tutte le affermazioni magisteriali riportano che la destinazione universale dei beni deve prevalere sul diritto di proprietà, nella convinzione, inoltre, che la destinazione universale dei beni non include una distinzione tra “beni di natura”, donati dal Creatore che devono essere accessibili a tutti, e beni prodotti dall’azione e dall’ingegno umani, per i quali vigerebbe un diverso regime, in quanto tutti i beni esistenti, qualunque ne sia la provenienza, devono “equamente essere partecipati a tutti” (GS 69).

Nel riproporre l’insegnamento in *Evangelii gaudium* (EG 186-201), *Laudato si’* (LS 93-95) e *Fratelli tutti* (FT 118-124), Papa Francesco esplicitamente ri-

9 Leone XIII (*Rerum novarum*, 6-12;19); Pio XI (*Quadragesimo anno*, 44-52); Pio XII (*Sertum laetitiae* e Radiomessaggio 1° giugno 1941). L’impostazione di Pio XII sarà ripresa da Giovanni XXIII nell’enciclica *Mater et magistra* (30) e quella del Concilio Vaticano II da Paolo VI nella *Populorum progressio* (PP22), da Giovanni Paolo II nella *Laborem exercens* (LE 14) e *Sollicitudo rei socialis* (SRS 42).

10 Sul punto si veda ad esempio il *Compendio della Dottrina Sociale della Chiesa*, capitolo IV.

badisce che “il diritto alla proprietà privata si può considerare solo come un diritto naturale secondario e derivato dal principio della destinazione universale dei beni” (FT 120); “Il principio della subordinazione della proprietà privata alla destinazione universale dei beni e, perciò, il diritto universale al loro uso, è una “regola d’oro” del comportamento sociale, e il “primo principio di tutto l’ordinamento etico-sociale” (LS 93).

1.3.2. Criteri morali per la gestione della proprietà

Alla luce di quanto esposto è possibile precisare le finalità a cui indirizzare la proprietà di cui legittimamente siamo entrati in possesso, quale che essa sia, anche finanziaria. Tali considerazioni si riferiscono all’agire della persona umana (da ora in poi PU), ma ciò non esclude l’estensione ad un qualsiasi Ente o Persona giuridica (da ora in poi PG). Al riguardo si impone una triplice distinzione.

Prima di tutto vi è un livello proprietà di beni che chiunque è tenuto moralmente a mantenere o a cercare: si tratta di quel minimo di beni che consentono di condurre una vita umana dignitosa. È l’insieme dei beni che, per la PU, consentono un ragionevole esercizio della propria personalità e della propria libertà, per la PG dell’autonomia della propria vita sociale. Per alcuni beni sarà sufficiente la disponibilità offerta dai vari sistemi di sicurezza sociale, per altri sarà necessario un minimo di proprietà di cui poter disporre. La quantità minima di beni disponibili, che potrà variare col mutare delle condizioni medie di vita della comunità e dell’intera famiglia umana, è condizione di uno spazio concreto di libertà ed è parte essenziale dei fondamentali diritti della PU e delle PG.

Per la PU a questo minimo, in casi estremi o in caso di vocazioni speciali, si potrà anche rinunciare (si pensi all’obolo della vedova – Lc 21,1-4)¹¹, ma mai quando la scelta implichi un pregiudizio alle persone

¹¹ Si veda anche l’invito rivolto da Gesù all’uomo ricco (Mc 10,17-22).

affidate alle proprie cure¹², così come la dirigenza di una PG non vi può rinunciare per la vita della stessa PG, dei suoi subordinati e dei vari portatori di interessi (*stakeholders* o *shareholders*).

Vi è poi un secondo ulteriore livello di proprietà, che è impossibile determinare a priori. Si tratta di una proprietà che assicuri un benessere medio, proporzionato a quello comune alla maggioranza dei membri della società civile in cui si vive, o allo strato sociale o professionale a cui si appartiene all'interno della società civile stessa. È ciò che tradizionalmente è chiamato l'utile o il conveniente. A questo livello non si parla di dovere ma di diritto a mantenere o cercare il possesso dei beni che assicurino il conveniente, adeguato allo standard di vita della PU; per la PG adeguato alle sue dimensioni economiche e sociali e ai suoi programmi di sviluppo.

Il termine conveniente non indica arbitrarietà ma la valutazione di ciò che è utile per quella condizione di vita nella società, scelta o accettata come risposta alla chiamata di Dio, e come il modo migliore di servire i fratelli, perché ogni attività acquisisce il suo pieno significato nel "lavorare con gli altri e lavorare per gli altri" (*Centesimus annus* - CA 31).

In tutta la tradizione cristiana, a cominciare dalla Chiesa apostolica, mai si è imposto il dovere morale di dare sempre tutto ciò che va oltre il necessario, nel senso sopra descritto¹³. È però una necessità definire un limite superiore per l'area del conveniente oltre il quale sussista il dovere morale di dare, ovvero di non considerare in nessun caso come proprie le ricchezze possedute, in ottemperanza al principio della destinazione universale dei beni.

Si tratta dunque di determinare il confine dell'area del conveniente oltre il quale vi è il dovere di stretta giustizia di dare, per i bisogni altrui, privati o sociali, ciò che giuridicamente è "mio", ma moralmente non lo è,

12 Ad esempio, un padre o una coppia non possono rinunciare a questo minimo per i loro figli.

13 Si veda ad esempio l'episodio di Zaccheo in Lc 19,1-10.

anche se ci potranno essere situazioni del tutto eccezionali e transitorie in cui tutto, anche il necessario, dovrà esser messo in comune, perché “fa parte dell’insegnamento e della pratica più antica della Chiesa la convinzione di esser tenuta per vocazione essa stessa, i suoi ministri e ciascuno dei suoi membri ad alleviare la miseria dei sofferenti, vicini e lontani, non solo col “superfluo”, ma anche col “necessario”” (SRS 31).

La determinazione di tale confine è affidata al discernimento del singolo o della dirigenza e compagine sociale della PG. Tuttavia, i criteri di determinazione ci sembrano sostanzialmente due: *a)* le necessità presenti, e *b)* le necessità ragionevolmente prevedibili per il futuro.

a) Le necessità presenti

Ciò che è moralmente legittimo detenere consiste nel necessario per mantenere un livello globale di vita dignitoso, commisurato agli standard di vita della società in cui si vive; per le PG commisurato alle dimensioni della propria attività. A questo si aggiunga tutto quanto è necessario per svolgere bene il proprio lavoro, anche se ha un costo elevato. Ciò, infatti, non viene posseduto in favore proprio, ma viene restituito alla società sotto forma di lavoro ben fatto.

b) Le necessità future

A quanto sopra determinato è lecito aggiungere l’opportunità di qualche forma di risparmio che sia disponibile per eventuali necessità future o eventi imprevedibili, come cure mediche o malattie disabilitanti o ampliamento della casa o altro, che sarà tanto minore quanto più efficienti sono i servizi sociali assicurati dalla società civile. È da ritenere doveroso per ogni PU o PG stabilire, ogni anno, quanta ricchezza sia giusto trattenere a questo fine.

Una volta stabilito il giusto da accantonare, il resto, ancora disponibile, non deve più essere considerato “mio”, ma ricchezza a disposizione dei poveri e dei bisogni della società: deve quindi essere dato. Infatti, nell’orizzonte teologico, se il Signore permette ad un soggetto di avere più beni di quanti ne occorrono per il necessario e per il conveniente,

è perché possa essere strumento della Sua provvidenza per il prossimo: è la giustizia del Regno illustrata nel Vangelo¹⁴.

Precisato questo, si deve però considerare che nelle strutture economiche odierne il risparmio è sempre investimento e questo vuol dire sia occupazione sia produzione di beni. La ricchezza investita è già in qualche modo resa disponibile per i bisogni della società, dei disoccupati, dei poveri, a condizione di conoscere la destinazione finale dell'investimento e senza necessariamente scegliere l'investimento più remunerativo, perché, come sottolinea Papa Francesco, "in questo momento gli investimenti che danno più reddito sono la fabbrica di armi e gli anticoncezionali: uno distrugge la vita, l'altro impedisce la vita", bensì quello più conforme alle esigenze cristiane¹⁵.

14 S. Ambrogio, *De Nabute*, 12,53: PL 14,747; S. Basilio, *Hom. in Lc. "Destruam Horrea mea"*, 7: PG 31,277; S. Giovanni Crisostomo, *Omelia II su Lazzaro*, 6: PG 48,987-988; S. Tommaso d'Aquino, *Sth II^a-IIae* q. 66 a. 7 co.; Pio XII, *Radiomessaggio*, 1° settembre 1944; S. Paolo VI, *Populorum progressio*, n. 23. I Padri della Chiesa sono sulla linea di quanto insegnato dalla Scrittura. Si veda Lc 11,37-42 dove l'invito di Gesù a dare quanto è nel piatto consiste nel condividere i propri beni con chi è nel bisogno. Si veda anche Is 58,3-10 ripreso da Mt 25,31-46 (il Giudizio finale).

15 Francesco, *Discorso ai partecipanti alla IV edizione degli Stati Generali della Natalità*, 10 maggio 2024.

1.4 I destinatari del documento

Come già accennato, anche la Chiesa e gli enti religiosi possono avere necessità di ricorrere alla finanza, investendo nei mercati al fine di disporre delle risorse economiche sufficienti al perseguimento della propria missione. Tuttavia, per la loro credibilità, non devono solo preoccuparsi di come utilizzare il profitto, ma interrogarsi anche sulle modalità con cui gli investimenti creano tale profitto. Investire in modo etico e sostenibile è una scelta dettata non solo da aspetti finanziari, ma anche dagli effetti e dalle conseguenze etiche, sociali ed ambientali. Numerosi amministratori, incaricati della gestione del patrimonio della Chiesa, investono già in questo senso le risorse loro affidate, intendendo così applicare i valori cristiani anche nelle decisioni di investimento.

Il documento vuole essere uno strumento di orientamento e formazione a disposizione dei responsabili economici di diocesi, parrocchie, congregazioni religiose, associazioni e altri enti ecclesiastici. Va inteso come insieme di regole di indirizzo per le scelte d'investimento e l'utilizzo degli strumenti più diffusi nei mercati. Il documento è anche uno strumento di lettura, interpretazione (e per certi aspetti di riconciliazione) dei criteri ESG (*environmental, social and governance*) e criteri etici cristiani. La dimensione istituzionale degli enti a cui è rivolto non lo limita all'ambito ecclesiale, in quanto può essere anche un supporto per i singoli individui che trovano nei principi della Chiesa Cattolica le indicazioni di come operare in finanza coerentemente con i valori evangelici. Individuare "buone pratiche" di investimento, i loro principi ispiratori, gli obiettivi nelle attività di *investment management* secondo finalità etiche e sostenibili, favorendone la diffusione dentro e fuori il mondo cattolico, diventa quindi una grande opportunità di testimonianza nella e per la Chiesa, secondo cardini valoriali di verità, libertà, giustizia e solidarietà.

Coerentemente con la precedente versione del documento, anche questa edizione rinnovata ha un carattere operativo: l'obiettivo è quello,

infatti, di coadiuvare le persone che a vario titolo si occupano di investimenti nell'individuazione di scelte di investimento e strumenti finanziari coerenti con i valori cristiani, e con uno sviluppo eticamente sostenibile.

2. La gestione dell'attività finanziaria

2.1 Elementi per la gestione consapevole del patrimonio

Prima di affrontare gli aspetti specifici e distintivi degli investimenti etici e sostenibili, è importante evidenziare che è funzionale al rispetto dei principi etici un'adeguata formazione mirata a conseguire le necessarie competenze tecniche: quando, cioè, l'attività di investimento è svolta fissando obiettivi precisi, metodologie e strumenti per il loro raggiungimento, presidi per il controllo e infine strumenti per misurarne i risultati, aderendo alla regolamentazione vigente e ad elevati *standard* professionali. Ciò vale anche per gli enti religiosi che, nello svolgere qualsiasi attività economico-finanziaria, diventano anch'essi operatori economici. Anche a **fini pratici**, è opportuno richiamare sinteticamente gli elementi che caratterizzano la gestione finanziaria tra cui:

- obiettivi che ci si pone dal punto di vista del rendimento atteso e del rischio;
- orizzonte temporale (di cui si parlerà nella sezione successiva);
- scelta dell'universo investibile, cioè la logica di scelta delle attività finanziarie in cui investire;
- individuazione di un profilo di portafoglio complessivo entro cui far ricadere le scelte operative (logica di investimento dall'alto verso basso);

- relazione tra le scelte operative e il contesto complessivo definito da scelte stabili (*asset allocation* strategica) e da scelte di breve periodo (*asset allocation* tattica);
- scelta tra gestione interna ed esterna del patrimonio complessivo o di sue quote;
- processi utilizzati per la selezione dei gestori esterni e la loro periodica valutazione;
- controllo del rischio di breve periodo.

Rendimento atteso/rischio: secondo la teoria finanziaria classica, l'investitore razionale seleziona il portafoglio in modo da massimizzarne il rendimento atteso e minimizzarne il rischio. I modelli di gestione consentono di definire e sfruttare al massimo i “**benefici della diversificazione**” perché permettono di utilizzare in modo razionale le caratteristiche di volatilità delle singole *asset class* oltre che la diversa correlazione tra le stesse. L'elemento cruciale nell'applicazione dei modelli classici è dato dalla scelta dei parametri di rendimento atteso, volatilità e correlazione delle varie classi di attività finanziarie; tuttavia, i modelli non danno indicazioni in merito alla scelta effettiva di portafoglio che deve essere effettuata sulla base di altri parametri, tra cui in primo luogo il grado di avversione al rischio dell'investitore, che è un elemento cruciale ma purtroppo di difficile misurazione per la maggior parte degli investitori.

ALERT: Concretamente bisogna domandarsi che **obiettivi di rendimento** ci si prefigge e quali **livelli di rischio** si è disposti a sostenere. Questi, possono anche essere guidati da specifici obiettivi che devono essere primariamente raggiunti: ad esempio, una Fondazione avrà una somma di erogazioni filantropiche che devono essere annualmente erogate su un certo territorio di riferimento; una famiglia dovrà pensare all'acquisto di una abitazione o all'istruzione per i propri figli.

Scelta dell'universo investibile: l'investitore deve partire dalla identificazione delle opportunità di investimento che vuole includere in portafoglio. Le tre principali *asset class* - investimento azionario, investimento obbligazionario, investimento immobiliare - fanno tipicamente tutte parte dell'universo investibile degli investitori istituzionali, anche se mediante scelte diverse. Tali *asset class* possono essere ulteriormente disaggregate: ad esempio, l'investimento azionario può essere disaggregato dal punto di vista geografico (Stati Uniti, Asia, Europa...) e settoriale (tecnologia, media, industriale...); quello obbligazionario può essere disaggregato per livelli di rischio (da cui la distinzione tra obbligazioni emesse da Stati sovrani, obbligazioni di aziende con alto rating, e obbligazioni alto rendimento/speculative). Ulteriori classi di investimento possono essere comprese, ad esempio le materie prime e i *private markets* (investimenti azionari o di credito in società non quotate). Si esplicitano qui di seguito alcune pratiche o strumenti finanziari che meritano maggior attenzione:

- *Vendita allo scoperto (short selling):* l'attività di *short selling* implica la vendita di un titolo che non è presente in portafoglio (tramite la presa in prestito del titolo che viene immediatamente venduto e deve essere ricomprato nella data di scadenza del prestito per la restituzione al proprietario). Si tratta di un'attività che mira a ottenere un rendimento dalla discesa del prezzo di mercato del titolo tipicamente in un orizzonte temporale molto breve. Per questo motivo, l'attività è sconsigliabile, data l'imprevedibilità di breve periodo dell'andamento dei prezzi e l'elevato rischio associato. A questa ragione tecnica, se ne aggiunge una morale nella misura in cui lo *short selling* viene usato come "arma finanziaria" per mettere in difficoltà l'emittente, sia esso Stato o azienda privata;
- *derivati:* l'utilizzo dei derivati può avere una valenza positiva nella misura in cui mira a raggiungere obiettivi di copertura del rischio. Storicamente, questi strumenti sono nati proprio con l'obiettivo di consentire alle aziende agricole di coprire il rischio di discesa

dei prezzi dei prodotti che potevano essere ottenuti alla fine del periodo di raccolto. Ancora oggi, le aziende di tutti i settori possono usare i derivati per coprire rischi quali quello della fluttuazione delle valute e dei tassi di interessi, al fine di stabilizzare la propria gestione economica. È importante precisare che si tratta però di strumenti assai sofisticati, largamente utilizzati con finalità esclusivamente speculative. Il loro impiego è pertanto sconsigliato per la maggior parte degli investitori, tranne per quelli più avanzati;

- *leva finanziaria*: nella gestione dei portafogli, la leva finanziaria consiste nel ricorso all'indebitamento, finalizzato ad aumentare il valore del patrimonio da investire in *asset* rischiosi. La motivazione della leva è quella di aumento del rendimento atteso, nel caso in cui il rendimento atteso degli *asset* rischiosi acquistati tramite l'indebitamento è superiore al costo del nuovo debito. La leva finanziaria ha però anche la conseguenza di aumentare il rischio del portafoglio nel suo complesso. Infatti, nel caso in cui gli *asset* rischiosi diano alla fine del periodo di investimento un rendimento effettivo inferiore a quello atteso, e persino inferiore al costo del debito, il portafoglio nel suo complesso avrebbe un rendimento inferiore a quello che avrebbe avuto senza leva finanziaria. Un portafoglio soggetto a leva finanziaria può portare ad una perdita anche superiore al 100%, vale a dire superiore al capitale iniziale. Per questo motivo, non è consigliato l'utilizzo della leva finanziaria nella costruzione dei portafogli istituzionali e a tutti quegli investitori che non sono identificabili come professionisti;
- *cripto-attività*: si tratta di una tipologia di investimenti assai recente. Sebbene non immorali intrinsecamente, nate anzi per favorire l'innovazione tecnologica in ambito finanziario, registrano la mancanza di un quadro normativo di riferimento completo. La loro negoziazione sui mercati è caratterizzata da un elevato grado di volatilità e opacità, e spesso la loro finalità è quella di finanziare attività illecite (riciclaggio di denaro, finanziamento al terrorismo, ecc.). In attesa di

un'evoluzione della normativa e del mercato, e in virtù del rischio di forti oscillazioni nel prezzo, tale investimento non sembra opportuno per i soggetti più prudenti ¹⁶.

Portafoglio complessivo (logica *top down*): l'investitore che segue la logica *top down* ripartisce il portafoglio complessivo in una serie di classi di investimento, decidendo quali sono le percentuali di patrimonio che devono essere allocate a ciascuna. Questa ripartizione costituisce un elemento di disciplina in quanto le scelte effettive di portafoglio riguardanti singoli titoli o gestioni dovranno rispettare la logica complessiva. La logica *top down* (letteralmente, dall'alto verso il basso) si contrappone quindi a quella *bottom up* (dal basso verso l'alto) in cui l'investitore seleziona singoli titoli o gestioni e poi verifica alla fine, ma senza poi modificare le scelte iniziali, i livelli di rendimento atteso e rischio. Il problema di questo secondo metodo consiste nella mancanza di controllo sulle singole scelte, elemento particolarmente importante nel caso in cui il portafoglio venga gestito da vari gestori indipendenti che amministrano piccole quote di portafoglio.

Asset allocation strategica e tattica: l'*asset allocation* strategica rappresenta l'individuazione delle quote di patrimonio da investire nelle varie attività in un'ottica di medio-lungo periodo (3/5 anni). Tale ripartizione viene spesso stabilita inserendo parametri di rendimento atteso, volati-

16 La circolazione delle cripto-attività avviene in completa autonomia, senza che le banche centrali ne possano controllare la circolazione. Non vi è dunque alcuna garanzia sul loro valore, né tantomeno sul mantenimento del tempo del loro valore, caratteristiche fondamentali per ogni genere monetario. I rischi sono pertanto completamente a carico dell'investitore, anche nell'ipotesi in cui la piattaforma di negoziazione non dovesse più consentire scambi della cripto-attività. Per ulteriori approfondimenti si può consultare i siti web delle Autorità di regolamentazione e vigilanza sul sistema finanziario italiano, e in particolare: <https://economia.pertutti.bancaditalia.it/investire/cripto-attivita/>; <https://www.consob.it/web/investor-education/criptovalute>.

lità e correlazioni che descrivono lo scenario di medio-lungo periodo, scegliendo tali parametri sulla base di serie storiche di lungo periodo (ultimi 10/30 anni)). L'*asset allocation* tattica diverge da quella strategica in quanto i parametri selezionati per l'ottimizzazione riflettono una visione di breve periodo, tipicamente di uno-tre mesi. Ad esempio, l'*asset allocation* strategica può essere caratterizzata da quote investite in titoli obbligazionari e azionari rispettivamente del 60% e del 30% (lasciando il 10% per la liquidità di breve periodo), mentre l'*asset allocation* tattica può suggerire in un certo momento di ridurre la quota investita in titoli obbligazionari al 40% e aumentare quella investita in azionari al 35% (con un implicito aumento della liquidità al 25% del patrimonio) in virtù di una visione positiva sul mercato azionario di breve periodo. Per conferire disciplina al processo complessivo, la scelta dell'*allocation* strategica si accompagna tipicamente alla individuazione di soglie massime e minime: riprendendo l'esempio precedente, si può decidere che l'investimento obbligazionario non può superare il 70% o essere inferiore al 30%, e quello azionario deve essere compreso tra 20% e 40%. In questo processo complessivo di scelta, gli investimenti effettivi devono essere attuati in modo da ricadere in ogni momento nei vari limiti, ed è di fondamentale importanza la realizzazione di controlli periodici dell'andamento del portafoglio.

Gestione interna ed esterna: le scelte effettive svolte dall'investitore possono essere dirette e quindi riguardare singoli titoli, oppure riguardare gestioni professionali, che possono ad esempio comprendere alternative come i fondi comuni di investimento, gli *Exchange Traded Funds* (ETF), i mandati specializzati di gestione del patrimonio. Non esistono in astratto scelte migliori o peggiori, in quanto gli elementi rilevanti sono il rendimento atteso e il rischio delle varie opportunità, rendimento che, nel caso delle gestioni affidate a un soggetto esterno, è influenzato dal livello delle commissioni di gestione. La gestione passiva, esemplificata dagli ETF, non è necessariamente superiore o inferiore a quella attiva, o a quella diretta: occorrerà valutare con attenzione tutti

i costi, senza fermarsi alle commissioni di gestione, ma anche includendo il differenziale tra prezzi d'acquisto e di vendita (*bid/ask spread*) o le commissioni di ingresso e/o performance. In ultima analisi, l'amministratore del patrimonio mantiene sempre la responsabilità del risultato finale. La scelta se la gestione debba essere attiva o passiva, interna o esterna, deve essere il risultato di una impostazione consapevole atta a perseguire gli obiettivi.

ALERT: Portafoglio complessivo, *asset allocation* strategica e gestione interna/esterna rimandano tutti all'importanza di evitare per l'ente religioso scelte "fai-da-te". La complessità e i rischi, legati ai mercati finanziari impongono di affidarsi a operatori e gestori specializzati, evitando l'acquisto autonomo di singoli titoli (anche se di importo ridotto) al fine di garantire una visione complessiva e coerente dell'intero portafoglio.

Meccanismi di scelta e controllo delle gestioni esterne: i gestori esterni devono essere selezionati con grande attenzione e con un processo in grado di individuare i migliori. Dopo avere effettuato la scelta iniziale, è importante monitorare continuamente le performance dei gestori, al fine di comprendere le motivazioni per i risultati conseguiti, particolarmente per i risultati molto positivi o negativi. Idealmente, il monitoraggio idealmente deve avvalersi di un insieme di strumenti quantitativi e qualitativi. Al di là dei singoli fattori e criteri utilizzati per il monitoraggio e la comparazione tra gestori, è importante che questi siano il più oggettivi possibile, chiari e continuativi nel tempo.

ALERT: Può essere inoltre opportuno ricorrere a **professionisti esterni** (*risk advisor*) che svolgono tale compito di **monitoraggio**, come già fatto da numerose diocesi ed enti religiosi. I costi, talvolta contenuti, di questa attività vengono ampiamente superati dal beneficio di una valutazione professionale e indipendente. Per alcune

strategie l'orizzonte temporale deve essere più lungo perché maggiori sono i fattori imprevedibili che possono temporaneamente allontanare il risultato di gestione da quello atteso. Anche per questo è importante mantenere un canale attivo di dialogo con i gestori: una narrazione periodica delle motivazioni delle scelte e delle giustificazioni dei risultati positivi e negativi è del tutto complementare alle analisi quantitative precedentemente descritte.

Controllo del rischio di breve periodo: è buona norma procedere ad un controllo periodico e frequente sul rischio del portafoglio nel suo complesso e delle varie componenti, al fine ad esempio di misurare il valore a rischio di perdita (*Value at Risk*). Allo stesso tempo, è importante evidenziare che la reportistica periodica in materia di rischio non deve necessariamente indurre l'investitore a reagire agli andamenti nel breve periodo. Per questo abbiamo affermato che l'identificazione degli obiettivi e dell'orizzonte temporale è di primaria importanza per evitare che una eccessiva reazione agli andamenti di breve periodo abbia il risultato deleterio di aumentare la quota di gestione tattica a discapito di quella strategica. Anche in questo caso, può essere opportuno rivolgersi a professionisti esterni che aiutino l'ente ad elaborare reportistica chiara ed oggettiva in materia di rischio.

2.2 Orizzonte temporale e liquidabilità

Una delle caratteristiche essenziali per attuare una politica razionale di scelta di portafoglio consiste nella individuazione del corretto orizzonte temporale. L'orizzonte temporale è rilevante al fine di darsi un obiettivo di valutazione complessiva dell'andamento del portafoglio stesso. Naturalmente, la valutazione del portafoglio avviene in maniera molto frequente, spesso a livello giornaliero, almeno per quanto riguarda la componente investita in *asset* che sono trattati su mercati liquidi (torneremo successivamente sugli *asset* che possono entrare in un portafoglio ma non sono trattati su mercati liquidi). La valutazione giornaliera del portafoglio non richiede però necessariamente un intervento attivo da parte dell'investitore. Per questo è essenziale individuare l'orizzonte temporale.

L'acquisto di una certa attività finanziaria, o la decisione di includere una certa gestione esterna di tipo professionale, viene effettuato sulla base del contributo al rendimento atteso e al rischio del portafoglio, con la consapevolezza che, seppur in presenza di valutazioni intermedie, è necessario aspettare un congruo lasso temporale per giudicare se l'acquisto abbia rispettato gli obiettivi fissati.

ALERT: La mancanza di un **orizzonte temporale predefinito** espone l'investitore al pericolo di una reazione eccessiva agli andamenti quotidiani del valore dei propri investimenti, con la possibilità che interventi troppo frequenti di revisione del portafoglio possono contribuire a ridurre il rapporto conseguito tra rendimento e rischio.

Gli investitori che ottengono i migliori risultati sono caratterizzati da un orizzonte di lungo periodo, che li mette in grado di approfittare eventualmente delle situazioni di eccesso di volatilità dei mercati, che si possono protrarre anche per alcuni mesi, e che creano situazioni in cui alcuni *asset* sono sottovalutati rispetto al valore atteso dei fon-

damentali. È importante però evidenziare che l'investitore di lungo periodo è anche un investitore di breve periodo: investire per il lungo periodo non vuole dire formare un portafoglio iniziale senza più modificarlo (politica di *buy-and-hold*). L'investitore di lungo periodo valuta le opportunità e i risultati nel contesto pluriennale ma, allo stesso tempo, monitora continuamente i mercati, ed è pronto a modificare in parte il portafoglio per tenere conto di nuove opportunità che si possono creare.

ALERT: La liquidabilità del portafoglio deve essere selezionata anche sulla base dell'orizzonte temporale: minore è l'orizzonte temporale, maggiore deve essere la liquidabilità del portafoglio in quanto è possibile che l'investitore decida di prelevare somme anche consistenti del proprio portafoglio disinvestendo.

Si tratta di un'altra dimensione che vincola le scelte di portafoglio. Un investitore con orizzonte di lungo periodo potrà inserire in portafoglio attività che siano meno facilmente liquidabili, ipotizzando che queste generino rendimenti più elevati. Questa tipicamente è la logica degli investimenti in “*asset privati*”, vale a dire strumenti finanziari che non possono essere comprati e venduti su mercati liquidi (ad esempio, in borsa). La minor liquidabilità, dal momento che il capitale impiegato è vincolato per più tempo, può generare ritorni superiori. Gli intermediari finanziari hanno ampliato la quota di *asset privati* inserendoli in gestioni finanziarie, che tipicamente assumono la veste di fondi chiusi, vale a dire fondi con un orizzonte temporale determinato ma di lungo periodo, in genere decennale, che investono in *asset illiquidi*.

Tradizionalmente tali prodotti sono noti come fondi di *private equity*: acquistano quote di proprietà di aziende non quotate, con l'obiettivo di migliorarne le performance economiche sulla base di scelte di operatività aziendale, *corporate governance* e struttura finanziaria. Negli ultimi anni, anche in Italia, si sono poi affermati con sempre più rilevanza i fondi di *private debt* che effettuano prestiti alle imprese, tipicamen-

te con orizzonte di tre-cinque anni, al fine di finanziare operazioni di ristrutturazione finanziaria e discontinuità aziendale, come fusioni e acquisizioni. Si stanno inoltre facendo strada ulteriori possibilità di investimento in *asset* privati, particolarmente infrastrutture e *real estate*. La possibilità di selezionare razionalmente e con consapevolezza la quota ottimale da riservare a investimenti liquidi e illiquidi costituisce pertanto una delle maggiori sfide per gli investitori, invitati a considerare un opportuno *mix*¹⁷.

17 L'investimento in “*asset* privati” comporta una serie di attenzioni nella selezione e gestione del portafoglio, particolarmente nel caso in cui coesista con investimenti in attività liquide. Questo vale ad esempio in merito alla valutazione contabile. Mentre gli investimenti liquidi comprendono attività finanziarie che hanno un prezzo di mercato quotidianamente determinato dai mercati (“*mark-to-market*”), gli investimenti illiquidi possono essere valorizzati in tal modo solo in presenza di NAV (*Net Asset Value*), calcolato (almeno annualmente) dal gestore del fondo. Anche nei mercati privati, però, esiste un rischio di svalutazione, nel caso in cui una posizione risenta di un deterioramento economico, patrimoniale o finanziario della società rispetto al valore di acquisto. Gli investimenti “privati”, ad esempio fondi di *private equity*, vengono quindi periodicamente valutati mediante il calcolo di rendimenti che sono sostanzialmente diversi da quelli prodotti dagli investimenti “liquidi”, con un indicatore noto come *internal rate of return* (IRR).

2.3 *Risk management* monitoraggio

Nell'individuare linee di comportamento, occorre prendere le mosse dalla differenza fondamentale tra logica di mercato e logica etico-religiosa: in termini di obiettivi, nella logica di mercato essi sono esclusivamente finanziari (massimizzazione del profilo rendimento/rischio). Nella logica etico-religiosa le decisioni di investimento sono guidate anche (e talvolta in modo prevalente, come nel caso del *negative screening*. – cfr. *infra*) da considerazioni morali, congiuntamente ma non subordinatamente, alla performance finanziaria. Per esempio, la logica etico-religiosa ha come punto fondante il fatto che non è possibile ricavare benefici (rendimento di un investimento) da attività dannose per l'individuo o la società (es. sostanze stupefacenti, gioco d'azzardo ecc.). L'adesione alla logica etico-religiosa, e alle sue conseguenze in termini di rendimento-rischio, deve essere esplicita e trasparente anche al fine di definire e limitare le responsabilità del gestore, al quale potrebbe essere contestato il mancato assolvimento del dovere fiduciario di ottenere il miglior risultato dalle risorse affidate alla sua gestione.

Con riferimento al grado di conformità ai principi etici e religiosi, si può distinguere tra attività completamente non conformi ai principi religiosi cattolici (per esempio, il gioco d'azzardo) nei confronti dei quali nessuna deviazione è ammessa, e attività parzialmente conformi, che porta alla possibilità di includere alcuni elementi non coerenti, ma entro limiti di accettabilità (es. bevande alcoliche, compreso ad esempio anche il vino) e nei confronti dei quali conta la misura della deviazione dalla desiderabilità. Si tratta in questo caso di stabilire l'ammontare accettabile di attività "sconvenienti" che è tollerata negli investimenti (es. 5-10%), secondo i criteri di *screening* stabiliti. Da un punto di vista finanziario, il portafoglio dovrà essere ribilanciato più spesso, al fine di rispettare il massimo grado di deviazione consentito.

Sotto il profilo della selezione degli investimenti, è poi possibile distinguere tra "essere" e "divenire". In tal senso una società che opera nel

settore petrolifero potrebbe essere considerata nell'ambito investibile perché l'impegno in termini di riduzione delle emissioni, pur trattandosi di attività inquinante, e le pratiche di riduzione dell'impatto ambientale sono ritenute molto significative. L'investimento in industrie non perfettamente "verdi", ma che stiano adottando programmi di responsabilità ambientale, può aiutare le medesime a ridurre le emissioni. E ciò può valere nei confronti di altre caratteristiche di sostenibilità. Per attività che non sono completamente conformi, vanno stabiliti criteri che definiscano il livello di non conformità accettabile. L'approccio del "duplice effetto" può aiutare: un'azione con effetti sia positivi che negativi è giustificabile se soddisfa certe condizioni:

- a. l'intenzione dell'investitore deve essere quella di ottenere un impatto positivo, piuttosto che solo profitto economico;
- b. l'azione intrapresa deve essere moralmente buona o neutrale;
- c. l'effetto negativo non deve essere il mezzo per ottenere quello positivo;
- d. la proporzionalità tra effetti positivi e negativi deve essere significativa; gli effetti positivi (per esempio, sull'ambiente) devono essere sufficientemente significativi da giustificare gli effetti negativi (ad esempio, accettazione di un certo grado di inquinamento).

Gli investitori devono quindi valutare sia i rendimenti finanziari che gli impatti di sostenibilità ed etici, per garantire che l'investimento continui a soddisfare i criteri di duplice effetto.

2.3.1 La gestione del rischio negli investimenti etici

La gestione del rischio è fondamentale negli investimenti etici, poiché gli investitori devono bilanciare il desiderio di promuovere pratiche sostenibili con la necessità di ottenere rendimenti adeguati.

Uno degli svantaggi dell'inserimento di criteri etici nella selezione degli investimenti ammissibili è la riduzione dell'universo di investimento (rischio di selezione limitata), che circoscrive le opportunità di diver-

sificazione del portafoglio e quindi tende ad aumentarne il rischio, a parità di rendimento. Un'attenta valutazione dell'universo investibile (mediante strategie di selezione positiva e di *engagement* – cfr. *infra*) tende a contenere e a rendere giustificato tale svantaggio.

Una seconda implicazione consiste nell'importanza di valutare correttamente l'impatto sociale e ambientale degli investimenti, al fine di garantire che gli obiettivi etici siano effettivamente raggiunti. Tuttavia, misurare l'impatto può essere complesso e soggettivo, e pertanto gli investitori devono utilizzare metriche affermate e standardizzate per valutare l'efficacia dei loro investimenti etici e adattare le loro strategie in base ai risultati.

A questo fine è essenziale il monitoraggio continuo del portafoglio, sia dei rendimenti finanziari sia degli impatti sociali e ambientali, poiché consente di verificare che gli investimenti continuino a soddisfare i criteri etici e di sostenibilità. Va assicurato infatti che gli effetti negativi (minore rendimento) siano giustificati dagli effetti positivi (impatto etico positivo), con l'obiettivo di conciliare profitto e responsabilità. Applicando questa prassi, per esempio, un investimento con positivo impatto ambientale può essere giustificato nonostante rischi finanziari maggiori, o rendimenti attesi inferiori, rispetto a investimenti con impatto ambientale negativo, dato che l'obiettivo è la sostenibilità ambientale.

Va infine menzionata la rilevanza del **rischio reputazionale negli investimenti etici**. Da un lato, decisioni di investimento basate su criteri etici possono influenzare significativamente e positivamente la percezione pubblica di un'organizzazione o di un ente; dall'altro, sia il coinvolgimento (inconsapevole) in attività considerate dannose, o eticamente discutibili, sia l'utilizzo di standard etici e processi di verifica difettosi possono danneggiare gravemente l'immagine dell'investitore, con un impatto negativo sulla reputazione. È quindi importante, accanto alla definizione di standard etici rigorosi, anche la previsione di processi e protocolli solidi di verifica dell'aderenza degli investimenti effettivi agli standard predefiniti.

Senza un **adeguato monitoraggio**, gli investitori rischiano di sostenere pratiche dannose o poco etiche, e di continuare a supportare iniziative inefficaci, con sacrifici di rendimento. Il monitoraggio può basarsi sulle dichiarazioni non finanziarie delle aziende, che dovrebbero essere verificate da *audit* esterni indipendenti, per garantire imparzialità e rivelare eventuali discrepanze. I punteggi e i rating ESG¹⁸ delle agenzie specializzate, sebbene ancora variegati, possono essere strumenti utili se usati congiuntamente, ma gli investitori devono essere pronti a dialogare con le aziende per influenzare le loro pratiche e promuovere miglioramenti continui e sostenibili.

2.3.2 La trasparenza negli investimenti etici

La trasparenza negli investimenti etici implica chiarezza e accessibilità delle informazioni sui criteri ESG adottati dalle aziende, incluse le politiche di investimento, le strategie di monitoraggio e i risultati ottenuti. Tuttavia, problemi di trasparenza persistono a causa di standard non uniformi, *greenwashing*¹⁹, diffusione insufficiente delle informazioni e complessità dei dati tecnici, che rendono difficile per gli investitori non specializzati prendere decisioni informate.

Per gli enti religiosi, così come per altri soggetti istituzionali, il tema della trasparenza negli investimenti rientra all'interno di una più ampia riflessione rispetto a come si comunica all'esterno il bene compiuto. Non è allora infrequente che un focus sugli investimenti debba far parte di un documento più completo quale la dichiarazione non finanziaria. Una gestione trasparente e una sua corretta rendicontazione devono costituire una buona pratica di ogni investitore etico e responsabile.

18 Cfr. *infra* Capitolo 3.

19 Cfr. *infra* Capitolo 3.



3. Investire in modo responsabile: una scelta ma anche un dovere

3.1 ESG: una necessaria premessa definitoria

Davanti alla nuova frontiera della finanza è opportuno domandarsi come rimodellare gli investimenti in funzione dei bisogni e delle necessità sociali. Per tutti è facile constatare che viviamo in un'epoca di forti cambiamenti, che a loro volta possono generare problemi ambientali, climatici, scarsità delle risorse naturali, ineguaglianze sociali, difficoltà nell'accesso ai prodotti e ai beni essenziali per gran parte della popolazione. La “finanza sostenibile” comprende tutte quelle strategie e prodotti di investimento che, su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, perseguono un duplice obiettivo: produrre un rendimento economico-finanziario e generare, in maniera diretta o indiretta, un impatto socio-ambientale positivo e condiviso.

Nella realizzazione delle proprie decisioni di investimento, anche, e soprattutto, la Chiesa e gli enti religiosi sono chiamati a porsi interrogativi ben precisi in relazione agli obiettivi che si intendono perseguire. I modelli di sviluppo e cultura economica nei quali operare sono quelli del libero mercato, della libertà d'impresa esercitata nell'ambito del diritto, di una reale concorrenza e del giusto profitto, che ogni attività economica deve generare. Questo sistema economico deve preservare

l'ecosistema ambientale, sia quello naturale sia quello socioculturale, e rispettare i diritti fondamentali dell'uomo, così da valorizzare l'esistenza e il contributo lavorativo di ogni essere umano. È il concetto di "ecologia integrale" (LS 137-162) a cui richiama Papa Francesco, e ribadito da Papa Leone XIV, il quale auspica "che l'ecologia integrale sia sempre più scelta condivisa come rotta da seguire"²⁰. Adottando sistemi di governance condivisi e politicamente espressi in maniera democratica, rispettosi quindi delle minoranze e della loro diversità, ogni attività economico-finanziaria deve perseguire uno sviluppo sostenibile secondo il principio di sussidiarietà, finalizzato principalmente al bene comune, e non solo al profitto.

L'obiettivo del documento è dunque quello di dare corpo al concetto di investimento responsabile, partendo dallo stato dell'arte a livello nazionale e internazionale, e integrare i principi della Chiesa Cattolica italiana con quelli già condivisi e applicati da altri soggetti economici. Prima di procedere con la trattazione occorre fare una premessa terminologica: la sempre più marcata attenzione per uno sviluppo sostenibile ha dato origine ad una crescente e sempre più "raffinata" definizione di investimento responsabile, che nel corso degli anni ha assunto diverse declinazioni, privilegiando talvolta taluni ambiti rispetto ad altri, anche in relazione al soggetto proponente. Si è così venuta a creare una graduale coesistenza (e in taluni casi una vera e propria sovrapposizione) di acronimi, il cui significato deve essere bene inteso, per evitare fraintendimenti. Spesso, infatti, si utilizzano espressioni quali Investimenti Socialmente Responsabili (SRI, *Socially Responsible Investment*), Investimenti Sostenibili (SRI, *Sustainable Responsible Investment*), Investimenti realizzati con criteri ESG (*Environment, Social, Governance*). Quest'ultimo acronimo ha ormai assunto un ruolo preponderante nella prassi operativa relativa alle decisioni di investimento: per tale

20 Leone XIV, Messaggio per la X Giornata mondiale di preghiera per la cura del creato (1° settembre 2025), 30 giugno 2025.

ragione, nel prosieguo del documento, l'espressione ESG verrà utilizzata come omnicomprensiva delle diverse tipologie di "investimenti responsabili". Va comunque ricordato che le caratteristiche ESG (di uno strumento finanziario o di una strategia di investimento) costituiscono un mezzo ma non un fine per il perseguimento della sostenibilità dello sviluppo, obiettivo spesso ignorato dagli investitori, motivati esclusivamente dal profitto fine a sé stesso, e quindi da elementi che non sono necessariamente connessi alla sostenibilità.

Un buon punto di partenza per comprendere l'evoluzione del fenomeno è rappresentato dal documento delle Nazioni Unite del 1987 (*Brundtland Report*), in cui si definisce lo sviluppo sostenibile come "lo sviluppo che consente alle generazioni presenti di soddisfare i loro bisogni senza ridurre le possibilità delle generazioni future di soddisfare i loro bisogni".

Ed è sempre l'ONU a farsi promotore di iniziative a riguardo: nel 1999, l'allora Segretario Generale Kofi Annan propose un Patto Globale (*Global Compact*), con l'obiettivo di promuovere un'economia globale sostenibile, rispettosa dei diritti umani e del lavoro, della salvaguardia dell'ambiente e contro ogni forma di corruzione: l'invito ai leader dell'economia mondiale presenti al World Economic Forum di Davos andava nella direzione di affrontare in una logica di collaborazione gli aspetti più critici della globalizzazione. A quest'iniziativa fecero seguito nel 2006, sempre su impulso dell'ONU, i *Principles for Responsible Investment* (PRIs) per favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile soprattutto tra gli investitori istituzionali. Nel 2015 è stata poi sottoscritta a Parigi l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, nella quale vengono identificati 17 obiettivi per lo sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals – SDGs*), da raggiungere entro il 2030. Gli obiettivi (*Goal*) sono così definiti:

1. superamento della povertà;
2. sconfitta della fame;
3. buona salute;

4. istruzione di qualità;
5. parità di genere;
6. acqua pulita e servizi igienico-sanitari;
7. energia rinnovabile e accessibile;
8. buona occupazione e crescita economica;
9. innovazione e infrastrutture;
10. riduzione delle diseguaglianze;
11. città e comunità sostenibili;
12. utilizzo responsabile delle risorse;
13. lotta contro il cambiamento climatico;
14. utilizzo sostenibile del mare;
15. utilizzo sostenibile della terra;
16. pace e giustizia;
17. rafforzamento delle modalità di attuazione e rilanciare il partenariato globale per lo sviluppo sostenibile.

L'Agenda 2030 porta con sé due grandi novità: la prima è rappresentata dal fatto che, per la prima volta, viene espresso un giudizio chiaro sulla impossibilità di sostenere l'attuale modello di sviluppo, non solo sul piano ambientale, ma anche su quello economico e sociale. Viene così superata definitivamente l'idea che la sostenibilità sia unicamente una questione ambientale, e si afferma una visione integrata delle diverse dimensioni dello sviluppo. Una seconda novità riguarda la misurazione: il processo di cambiamento del modello di sviluppo viene monitorato attraverso 17 *Goal*, 169 *Target* (o sotto-obiettivi) e oltre 240 indicatori, parametri rispetto ai quali ciascun Paese viene valutato periodicamente in sede ONU²¹, e dalle opinioni pubbliche nazionali e internazionali.

21 Cfr. <https://unece.org/unece-and-sdgs>.

Il tema della sostenibilità non era naturalmente sfuggito al Magistero della Chiesa: già dalla metà degli anni Sessanta veniva evidenziato un chiaro monito a non “disinteressarci di coloro che verranno dopo di noi ad ingrandire la cerchia della famiglia umana” (PP 17), ricordando che “le modalità con cui l’uomo tratta l’ambiente influiscono sulle modalità con cui tratta sé stesso e viceversa” (*Octogesima Adveniens* - OA 21). Naturalmente, negli anni più recenti, al diffuso manifestarsi di forti squilibri in ambito ambientale e sociale, la Chiesa Cattolica, attraverso i suoi Pastori, è intervenuta più volte a sottolineare la “preoccupazione di unire tutta la famiglia umana nella ricerca di uno sviluppo sostenibile e integrale”, ricordando che “l’analisi dei problemi ambientali è inseparabile dall’analisi dei contesti umani, familiari, lavorativi, urbani, e dalla relazione di ciascuna persona con se stessa” (LS 13 e 141). Tali preoccupazioni non si limitano tuttavia al solo ambito ambientale e sociale, ma impattano fortemente anche in ambito economico e finanziario: è allora necessario “a tutti coloro che lavorano ogni giorno nel settore finanziario (istituzioni ma anche singoli individui) e cercano modi per vivere la loro fede e contribuire alla promozione di uno sviluppo inclusivo e integrale delle persone, offrire opportunità di discernimento” (MB - *premessa*)²².

22 Una sintetica ma efficace disamina dei principali interventi del Magistero papale in tema di sviluppo sostenibile è disponibile sul Dizionario di Dottrina Sociale della Chiesa alla voce “Finanza sostenibile”. Cfr. https://www.dizionariodottrinasociale.it/Voci/La_finanza_sostenibile.html.

3.2 La necessità di un “linguaggio comune” (... ma ancora incompleto)

Un ostacolo che ha per molto tempo contraddistinto l’affermarsi di strategie di investimento sostenibili, e lo sviluppo di strumenti finanziari utili per perseguirle, è un quadro regolamentare piuttosto incerto. Fino a poco tempo fa, infatti, la classificazione delle attività economicamente sostenibili e degli investimenti con criteri ESG è stata affidata quasi esclusivamente a soggetti privati e/o ad intermediari finanziari e loro associazioni. È invece fondamentale avere una regolamentazione che consenta a tutti i partecipanti al mercato (banche, società di investimento, investitori istituzionali e individuali, autorità di controllo) di disporre di criteri di classificazione comunemente accettati e condivisi, e di regole di trasparenza e comunicazione uniformi.

Da questo punto di vista, l’Unione Europea ha giocato un importante ruolo anticipatorio rispetto ad altre realtà internazionali: già nel marzo 2018 infatti, prendendo spunto dall’Accordo di Parigi del 2015, la Commissione Europea ha pubblicato il *Piano d’azione per la finanza sostenibile (Sustainable Finance Package)*²³ nel quale vengono definite strategie e misure da adottare per la realizzazione di un sistema finanziario in grado di promuovere uno sviluppo realmente sostenibile dal punto di vista economico, sociale e ambientale, e individuare una serie di azioni da intraprendere per favorire la canalizzazione degli investimenti finanziari verso un’economia maggiormente sostenibile, considerare la sostenibilità nelle procedure per la gestione dei rischi e rafforzare la trasparenza e gli investimenti di lungo periodo.

A seguire il Piano d’Azione sono stati poi adottati numerosi provvedi-

23 Cfr. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>.

menti²⁴: dalla tassonomia delle attività sostenibili in materia ambientale ai requisiti di trasparenza che devono essere garantiti da tutti i soggetti che offrono servizi e prodotti di investimento, dalla definizione di *green bond* alla attribuzione dell'etichetta di sostenibilità ambientale (*Ecotabel*), ai criteri di gestione dei rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici. A titolo d'esempio, con riferimento alla sostenibilità di natura ambientale (fattore E), sono stati individuati sei obiettivi specifici: mitigazione del cambiamento climatico, adattamento al cambiamento climatico, prevenzione e controllo dell'inquinamento, transizione verso un'economia circolare, uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine, salute degli ecosistemi. Sulla base di questi obiettivi, le attività economiche vengono catalogate in base alla loro capacità di contribuire al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi sopra indicati, senza arrecare danno ai rimanenti, rispettando i criteri di natura tecnica definiti per ciascuna attività (ne sono state identificate oltre una trentina) e settore economico (otto in totale).

Alla data di pubblicazione di questo documento non risulta invece ancora disponibile la tassonomia delle attività considerate sostenibili dal punto di vista sociale (fattore S). Nel 2021 la Commissione Europea ha presentato un Piano d'azione finalizzato allo sviluppo di una economia sociale europea. Due anni dopo, nel novembre 2023, è stata pubblicata una Raccomandazione sullo sviluppo delle condizioni quadro dell'economia sociale, nella quale vengono individuate le caratteristiche essenziali delle organizzazioni (imprese cooperative, imprese mutualistiche, fondazioni, associazioni e imprese sociali) che contraddistinguono un'economia sociale: il primato delle persone e del fine sociale, rispetto al profitto; il reinvestimento della maggior parte degli utili per un interesse collettivo (soci e/o clienti) o generale (società); la governance democratica e partecipativa. Per consentire all'economia sociale di sfruttare al meglio

24 Cfr. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance/platform-sustainable-finance_en.

le proprie potenzialità (“sostenere l’accesso al mercato del lavoro, l’inclusione sociale, lo sviluppo delle competenze, la coesione territoriale, la democrazia economica, la neutralità climatica e lo sviluppo economico sostenibile”), diventa fondamentale assicurare un quadro favorevole: i soggetti dell’economia sociale “necessitano di misure di sostegno e di contesti finanziari, amministrativi e giuridici favorevoli”, e ciò richiede strategie globali (16mo Considerando della Raccomandazione). Ad oggi, malgrado i ripetuti passaggi attraverso il Gruppo di esperti, non si è purtroppo ancora giunti ad una chiara identificazione di attività sostenibili dal punto di vista sociale. Vi è sicuramente una certa condivisione intorno a taluni macro-obiettivi, quali ad esempio:

- lavoro dignitoso: creazione di posti di lavoro, protezione sociale, tutela dei diritti dei lavoratori e dialogo sociale;
- adeguati standard di vita e di benessere dei consumatori e degli utilizzatori di un determinato bene: tutela dei consumatori e garanzia dei diritti economici e sociali tra cui il diritto alla salute, all’istruzione, all’alimentazione;
- comunità inclusive e sostenibili: tutela del diritto sui territori e dei diritti umani, garanzia di accesso ai servizi essenziali per le comunità vulnerabili e bisognose.

Non sfuggono tuttavia talune importanti difficoltà nell’individuazione degli obiettivi sociali circa una diversa “sensibilità” per talune specifiche tematiche. Per esempio, riguardo al macro-ambito dei diritti umani, vi sono sensibilità diverse tra la Chiesa Cattolica e una mentalità generale diffusa che ritiene il diritto di interruzione della gravidanza un “nuovo diritto umano”, oppure legittima l’“ideologia del *gender*”, la quale nega la differenza e la reciprocità naturale tra uomo e donna, prospettando una società senza differenze di sesso e svuotando la base antropologica della famiglia (Cfr. *Amoris laetitia* 56); o ancora, non presta la stessa attenzione al rispetto dei diritti umani praticata nei paesi avanzati in quei paesi dove vengono delocate le produzioni per motivi

di convenienza economica. Analoga situazione si può venire a creare in merito alle regolamentazioni e alle politiche sociali, ancora alquanto differenziate nei diversi paesi che compongono l'Unione Europea. Infine, va ricordata l'oggettiva difficoltà di individuare criteri e metriche per definire soglie e obiettivi: misurare le emissioni di anidride carboniche (fattore E) è molto più semplice e obiettivo.

Non da ultimo, non va dimenticato un ancora diffuso “pre-giudizio” da parte di numerosi partecipanti al mercato finanziario, le cui decisioni di investimento si basano esclusivamente su aspettative riguardanti fattori quali rendimento, rischio, liquidità, durata, ecc., nell'idea (errata) che solo in questa maniera sia possibile ottenere un profitto. Proprio per tale ragione, è fondamentale porre maggiormente l'accento sull'impatto degli investimenti sostenibili sulle attività dell'economia reale e mettere in risalto il miglioramento che attività socialmente sostenibili hanno sulla produttività delle aziende e sul benessere collettivo, nonché la loro capacità di conseguire ugualmente rendimenti adeguati.

Considerazioni del tutto analoghe a quanto sopra espresso valgono anche per i temi in materia di buon governo societario (fattore G). Nella prassi operativa già da tempo esistono numerose *good practices* in materia, ampiamente condivise a livello internazionale, pure se non ancora “codificate” in una normativa specifica²⁵: si pensi ad esempio al tema dell'inclusione delle c.d. minoranze (di genere o di etnia, ad esempio) negli organi decisionali delle imprese, o alla definizione di politiche retributive basate sul perseguimento di obiettivi di medio-lungo periodo e/o di sostenibilità. Il tema del buon governo societario, e i positivi riflessi che da esso ne derivano in termini

25 Sulle iniziative regolamentari che, a livello internazionale, sono attualmente in essere e in via di definizione può essere utile il *report* sulla *Corporate Sustainability* che, ormai da qualche anno, viene curato dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico - OCSE. Cfr. https://www.oecd.org/en/publications/global-corporate-sustainability-report-2024_8416b635-en.html.

di profittabilità delle imprese, costituiscono un tema ampiamente indagato dalla ricerca: è stato infatti dimostrato come la presenza di chiare regole di governance possono avere riflessi positivi anche in termini di performance sui mercati finanziari. Seppure non “codificato” da specifica normativa, l’applicazione di regole di buon governo societario costituisce dunque un *modus operandi* già ampiamente diffuso nelle imprese di medio-grandi e grandi dimensioni: la vera sfida è rappresentata da una sempre più ampia condivisione di tali principi anche all’interno delle imprese di più modeste dimensioni, dove minore (se non assente) è l’attenzione degli investitori, ma di uguale importanza la contribuzione ad uno sviluppo economico sostenibile. Da questo punto di vista, molto utile risulta l’attività di *engagement*, mediante la quale gli investitori si impegnano ad attivare un dialogo con le società nelle quali possiedono una partecipazione di minoranza, attraverso una presenza attiva e l’esercizio del voto nelle assemblee, così da garantire un modello di governance aperto, trasparente e in grado di fornire a tutti gli investitori informazioni veritieri, verificabili e costantemente aggiornate²⁶.

Per concludere occorre sottolineare che la definizione di queste tassonomie (esistenti o in via di definizione) e l’individuazione di speci-

26 Nel nostro Paese opera da qualche anno il Centro Interreligioso italiano per il dialogo (CIID), un gruppo di studio e azione interconfessionale tra enti no profit, religiosi, ecclesiastici e laici che, con il diretto coinvolgimento di investitori istituzionali e avendo a riferimento la Dottrina Sociale della Chiesa, intende far acquisire agli investitori piena consapevolezza delle conseguenze finanziarie e non finanziarie delle proprie scelte di investimento, basandosi sulla forte convinzione che “la finanza può e deve svolgere un ruolo nella trasformazione della società a favore di una maggiore giustizia social, a protezione dell’ambiente e nella prospettiva del bene comune” (Cfr. <https://nummus.info/wp-content/uploads/2024/01/Carta-dei-valori-CIID.pdf>). Il Centro ha già realizzato iniziative di confronto su tematiche di natura ambientale con alcune società quotate (cfr. Il Sole 24 ore Plus24, 1° luglio 2023), in stretta collaborazione e sulla falsariga di quanto operato dallo statunitense ICCR (*Interfaith Center on Corporate Responsibility*), attivo ormai da oltre cinquant’anni nelle attività di engagement per promuovere la giustizia sociale e la sostenibilità ambientale (Cfr. <https://www.iccr.org/>).

liche attività devono comunque sempre rispondere al principio più generale del *Do Not Significant Harm* o DNSH (“non arrecare danno significativo”): un’attività viene valutata positivamente non solo per il contributo rilevante che può apportare in tema di perseguimento di un dato obiettivo, ma anche in relazione alla sua capacità di non arrecare un danno rilevante all’ambiente o alla comunità sociale²⁷.

27 A titolo di esempio si pensi ad un’impresa che delocalizza integralmente la sua attività produttiva in un paese in via di sviluppo, dove le normative in materia ambientale e di diritti dei lavoratori non risultano particolarmente stringenti o sono del tutto assenti: da un lato, il nuovo insediamento produttivo crea posti di lavoro e opportunità di sviluppo economico per l’area considerata; dall’altro, comportamenti opportunistici dell’impresa, mirati al conseguimento di profitti più elevati, potrebbero condurre al mancato rispetto delle buone pratiche ambientali e finanche all’inosservanza dei diritti elementari dei lavoratori.

3.3 Gli investimenti ESG: i nodi da sciogliere

Nell'affrontare le questioni riguardanti gli investimenti ESG occorre chiedersi quale è il compito principale che un amministratore di patrimoni deve ottemperare. J. Tobin, premio Nobel per l'economia, lo sintetizza in maniera efficace: "difendere il diritto delle generazioni future rispetto alle esigenze del presente". Per la Chiesa, e per tutti coloro che si riconoscono nei suoi principi, significa amministrare il patrimonio, ricevuto nel corso dei secoli per mezzo della carità, nel rispetto dell'intenzione dei donatori che hanno elargito beni e somme di denaro per i bisogni della comunità cristiana, e in particolare dei poveri. Assicurare la continuità del patrimonio nel tempo, e parallelamente utilizzarne parte per rispondere alle necessità del presente: il rispetto di queste due esigenze nel tempo definisce le qualità di un buon amministratore, chiamato a perseguire l'obiettivo di creare valore economico, che esprima allo stesso tempo una componente valoriale etica coerente con gli insegnamenti della Chiesa.

Proprio per questa ragione, accanto al costante monitoraggio dei tradizionali rischi finanziari (cfr. *supra* capitolo 2), molta attenzione deve essere prestata anche a "nuovi" rischi strettamente correlati agli investimenti ESG, tra le quali una posizione di rilievo è sicuramente occupata dai temi di trasparenza (*disclosure*) sulle informazioni rilevanti, dal problema del c.d. *washing*, e dal rating ESG.

Comunicare in maniera attenta e completa quanto si sta facendo per perseguire gli obiettivi di sostenibilità non è più solo un'iniziativa lasciata alla buona volontà del soggetto economico: ogni impresa ha ormai obbligo di informare compiutamente tutti gli *stakeholders* in merito alle proprie scelte in tema di sostenibilità. Al tradizionale *financial reporting*, utilizzato dagli analisti per valutare le performance aziendali in ambito economico-finanziario, ormai da qualche anno si affianca la dichiarazione non finanziaria (*non financial reporting*), un documento che accompagna e integra in termini informativi la consueta informa-

tiva periodica aziendale²⁸. L'Unione Europea ha recentemente regolamentato in maniera ancora più dettagliata la materia attraverso la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), recepita in Italia con il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, con l'obiettivo di promuovere l'integrazione della sostenibilità nei modelli di business aziendali, allargando il numero di imprese coinvolte nell'obbligo di rendicontazione delle proprie performance non finanziarie, e aumentare la trasparenza, la coerenza e la comparabilità delle informazioni sulle prestazioni ESG (concetto della doppia materialità²⁹). Per questa ragione, accanto alle

28 Il primo documento di carattere non finanziario, redatto su base volontaria, è stato il bilancio di sostenibilità, dove erano contenuti gli aspetti e le conseguenze di carattere ecologico-sociale delle decisioni d'impresa, nelle sue operazioni commerciali e nei suoi rapporti con le parti interessate. Al bilancio di sostenibilità ha fatto seguito la dichiarazione non finanziaria (DNF), parte integrante del bilancio civilistico, nella quale l'informativa obbligatoria copre un'ampia gamma di informazioni in materia di rischi ambientali e sociali, utilizzo delle risorse, gestione del personale, misure per combattere la corruzione, ecc. La redazione della dichiarazione non finanziaria è obbligatoria per imprese di grandi dimensioni e quotate, banche e compagnie assicurative. Per le imprese di minori dimensioni la DNF non è stata ancora resa obbligatoria: tuttavia, la sempre maggiore attenzione verso l'ambiente e il sociale, rende ugualmente necessaria una comunicazione "esterna" sugli aspetti non finanziari della gestione, per migliorare la trasparenza del proprio operato nei confronti di tutti gli *stakeholders*.

29 Tale concetto sottolinea la necessità per le imprese di considerare la stretta interconnessione che esiste tra sostenibilità aziendale e benessere sociale: le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) influenzano le *performance* finanziarie di un'azienda (materialità finanziaria) e, al contempo, le attività aziendali impattano su questioni sociali e ambientali (materialità esterna o impatto). Nel primo caso, ad esempio, i cambiamenti climatici possono rappresentare un rischio materiale per un'azienda se provocano danni agli impianti di produzione o interrompono la catena di fornitura; per quanto invece concerne la materialità esterna (o di impatto), le operazioni e le politiche di un'azienda possono influenzare positivamente l'ambiente e la società nel momento in cui l'impresa adotta strategie virtuose in termini, ad esempio, di emissioni di gas serra, gestione dei rifiuti, migliori condizioni di lavoro. La doppia materialità costituisce dunque un principio chiave per le aziende che adottano una strategia di sostenibilità e che intendono comunicare ai propri *stakeholders* non solo il modo in cui proteggono il proprio valore aziendale dai rischi ESG, ma anche come si impegnano a ridurre il proprio impatto negativo su ambiente e società.

informazioni sul proprio modello di business e sulla strategia aziendale, le imprese dovranno rendicontare anche in merito agli obiettivi e alle politiche di sostenibilità, identificando chiaramente le procedure di *due diligence*, gli organi aziendali deputati alla gestione e al controllo di tali obiettivi, i principali rischi connessi, nonché una serie di indicatori chiave o KPI (*Key Performance Indicators*), valori oggettivamente misurabili che dimostrano l'efficacia con cui l'impresa sta perseguendo i suoi obiettivi in materia di sostenibilità.

Sono proprio questi indicatori, oggettivi e confrontabili, che permettono di valutare la bontà delle politiche aziendali in materia di sostenibilità, sia nell'evolversi del tempo sia nei confronti di altre imprese che svolgono la medesima attività. Gli investitori ricevono così, settore per settore, i *driver* del valore e i dati da monitorare e da tenere in considerazione nelle decisioni d'investimento. Occorre tuttavia prestare ancora una certa cautela nella comparabilità di questi indicatori: essendo la normativa piuttosto recente, gli standard sono ancora in via di definizione. Nell'immediato, quindi, i criteri utilizzati potrebbero differenziarsi tra loro, venendo così a crearsi difficoltà nel confronto e nell'interpretazione dei dati³⁰ e una possibile "alterazione" del giudizio in termini di sostenibilità.

30 A supporto della CSRD nel 2023 sono stati introdotti i principi di rendicontazione di sostenibilità (ESRS - *European Sustainability Reporting Standard*), il cui scopo è quello di aiutare le imprese a redigere un chiaro e trasparente *report* sulla sostenibilità, specificando le informazioni che un'impresa deve comunicare, per comprendere gli impatti sulle persone, sull'ambiente e sulla situazione dell'impresa stessa. Vi sono tre categorie di ESRS: i principi trasversali, i principi tematici (ambientali, sociali e di governance) e i principi settoriali. Attraverso la loro analisi, le imprese possono far conoscere l'andamento della propria attività e mostrare i risultati ottenuti mediante i KPI presenti nelle diverse sezioni. Tuttavia, essendo molto recenti, sono ancora in fase di sviluppo, e le imprese pubblicheranno una chiara e utile *disclosure* su questi KPI solo nei prossimi anni: in attesa dell'entrata in vigore degli ESRS, predisposti dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group* - Cfr. <https://www.efrag.org/en/sustainability-reporting>) al momento le imprese utilizzano i GRI (*Global Reporting Initiative*) standard e/o i SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) standard.

Un'indiretta conseguenza di *standard* di comunicazione non ancora pienamente affinati conduce ad un secondo rilevante rischio da tenere in attenta considerazione nelle decisioni di investimento orientate alla costruzione di un portafoglio sostenibile: il c.d. fenomeno del *washing*, variamente declinato a seconda che riguardi temi ambientali (*green washing*) o sociali (*social washing*). I termini costituiscono dei neologismi indicanti la strategia di comunicazione e marketing di certe imprese, organizzazioni o istituzioni finalizzata a costruire un'immagine di sé ingannevolmente positiva, sotto il profilo dell'impatto ambientale, sociale o di governance. Tale comportamento opportunistico di emittenti che collocano prodotti definiti "sostenibili", o anche di investitori professionali che propongono soluzioni di investimento così definite solo per sfruttare il momento di mercato, è indubbiamente fuorviante per i consumatori, gli investitori o gli altri partecipanti al mercato. Si verifica una situazione di *washing* quando, ad esempio, affermazioni sulla sostenibilità contengono informazioni false o ingannevoli; vengono omesse informazioni rilevanti per le decisioni di investimento; non vi sono informazioni o dati puntuali che supportino quanto dichiarato; le informazioni e i dati vengono comunicati come 'certificati' ma in realtà non sono riconosciuti da organismi autorevoli; vengono riportate informazioni generiche o poco rilevanti, che generano confusione nell'interpretazione dell'attività svolta dall'azienda³¹. La pluralità dei canali di comunicazione (materiale di mar-

31 Tra le cause all'origine di fenomeni di *washing* vi possono essere: la serrata competizione tra emittenti per soddisfare la crescente domanda di strumenti finanziari sostenibili; la carenza di regole e controlli, l'assenza di metriche oggettive e condivise per la misurazione della propria *performance* ambientale, sociale e/o di governance; l'attenzione posta da media e/o organizzazioni non governative che porta ad enfatizzare solo taluni aspetti (sostenibili) rispetto alla complessità dell'organizzazione; la mancanza nella governance d'impresa di un codice etico, e di standard di condotta o di responsabilità chiari e ben definiti. L'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha individuato alcuni esempi concreti di *washing*, con riferimento specifico alle banche, riportati sul sito della Banca d'Italia (Cfr. <https://economiapertutti.bancaditalia.it/notizie/che-cos-il-greenwashing-e-come-ci-inganna/>).

keting, certificazioni di sostenibilità, siti web, *social media*) e di soggetti coinvolti (emittenti, investitori, banche, società finanziarie e, negli ultimi anni, anche *influencer*) rende molto difficile un controllo analitico ed efficace: in questo senso, le Autorità di regolamentazione e vigilanza, sia a livello europeo che nazionale, stanno lavorando in maniera coordinata per garantire la tutela dei consumatori e degli investitori, supportare l'integrità del mercato e mantenere un ambiente affidabile per la finanza sostenibile³². Il *washing* può provocare un danno immediato a singoli consumatori o investitori, o dare a chi lo fa un vantaggio ingiusto sui concorrenti: se il fenomeno non viene tenuto sotto controllo può minare la fiducia nei mercati e nelle politiche di finanza sostenibile, con evidenti ricadute negative per tutti i soggetti coinvolti.

Per arginare il pericolo del *washing* occorre dunque una normativa comune e una chiara definizione dei contenuti informativi che in ambito ambientale, sociale e di governance devono essere forniti per consentire all'investitore di valutare in maniera consapevole cosa è effettivamente sostenibile. È in questa direzione che si è mossa ad esempio l'Unione Europea la quale, in un suo recente Regolamento (2023/2631), ha chiaramente identificato cosa debba intendersi per obbligazioni verdi (*green bonds*) e quale deve essere l'informativa da rendere per la commercializzazione di tali obbliga-

32 Sulla base delle crescenti aspettative di intensificare gli sforzi per garantire la protezione degli investitori e l'integrità del mercato contro i rischi di *washing*, l'Autorità Europea dei mercati finanziari (ESMA) sta adottando misure per assicurare affidabilità agli investimenti sostenibili. A partire da giugno 2023, l'ESMA pubblica un rapporto annuale sui progressi realizzati per fronteggiare il *washing* e mappa le aree più esposte a tali rischi lungo la catena del valore degli investimenti sostenibili (l'ultimo report, con un focus specifico sui temi *green*, è disponibile al link: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf).

zioni³³. Ciò costituisce indubbiamente un valido aiuto per qualsiasi *asset manager* nell'attività di selezione di *green bond* “reali”, da inserire all'interno dei portafogli gestiti. Essere vittima di *greenwashing* per un *asset manager* rappresenta una perdita di reputazione che potrebbe essere difficile da riconquistare su un mercato che sempre più attento al tema della sostenibilità.

Un'ultima questione oggetto di ampio dibattito in ambito operativo e accademico riguarda il rating ESG. A seguito della sempre maggiore diffusione dei dati, si è infatti osservato un ampliamento della produzione di “valutazioni esterne” in merito alla performance in campo ambientale, sociale e di governance, soprattutto per le aziende quotate, che hanno esteso il tradizionale approccio di assegnazione del rating di credito, finalizzato al calcolo della probabilità di mancato pagamento del prestito ottenuto (sia per la quota capitale, sia per la quota interessi), al cosiddetto rating ESG. Tali rating sono stati inizialmente assegnati da un numero ristretto di società specializzate, nate proprio a questo scopo, per estendersi con l'ingresso in tale attività da parte delle grandi agenzie internazionali che da decenni assegnano i rating di credito.

Recentemente l'attività si è ampliata ancora di più, poiché molti intermediari finanziari come banche, compagnie assicurative e *asset manager* hanno creato “modelli interni” per l'assegnazione dei rating. Il proliferare di questi sistemi di rating ESG si è, inevitabilmente, accompagnato ad una forte eterogeneità, vale a dire l'assegnazione di rating diversi, talvolta anche in maniera significativa, ad una determinata azienda nelle valutazioni delle varie agenzie; ciò è dovuto sia all'esistenza di diversità di vedute sui criteri ESG

33 Cfr. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard-supporting-transition_en?prefLang=it.

da includere, sia ai diversi indicatori usati per la misurazione dello stesso obiettivo ambientale, sociale e di *governance*³⁴.

L'eterogeneità di giudizio ha una serie di implicazioni negative, ad esempio la difficoltà per gli investitori di riconoscere le aziende realmente virtuose dal punto di vista ESG e, per le stesse aziende, di capire come migliorare mettendo in atto modifiche nelle loro procedure, strategie e *business model*. Le autorità di regolamentazione europee sono recentemente intervenute con analisi empiriche per misurare l'eterogeneità, declinando obiettivi che dovrebbero consentire nei prossimi anni di raggiungere maggiore omogeneità di vedute. Inoltre, è stata recentemente approvata da parte del Parlamento Europeo una risoluzione legislativa sulla proposta di Regolamento sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di rating ambientale, sociale e di *governance*³⁵ che mira a rafforzare l'affidabilità e la comparabilità dei rating ESG, migliorando la trasparenza e l'integrità delle operazioni dei fornitori di rating e prevenendo potenziali conflitti di interesse³⁶.

34 Un recente studio sui rating ESG ha evidenziato una serie di problematiche che suggeriscono di usare con una certa cautela tali giudizi: in primo luogo, a differenza di quanto accade per le agenzie di rating creditizio, i giudizi ESG sono basati su dati che non hanno avuto un processo di certificazione; in secondo luogo, la complessità dei metodi di calcolo utilizzati e la ridotta trasparenza sui metodi di aggregazione delle variabili considerate rendono difficoltoso il loro confronto. Ciò dà luogo a giudizi spesso tra loro fortemente difforni; solo laddove esistono metriche misurabili in maniera oggettiva e ormai sufficientemente condivise (è il caso della valutazione ambientale – fattore E, e in particolare dei settori *Oil & Gas* e *Utilities*) la divergenza si attenua, mentre il divario si amplia notevolmente per la dimensione legata al governo societario (fattore G – *governance*), anche in ragione della prevalenza di aspetti qualitativi, misurati in maniera molto diversa dalle diverse agenzie (Cfr. <https://centridivicerca.unicatt.it/jm-gov-Report%20rating%20final%20final.pdf>).

35 Cfr. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0347_IT.html.

36 Sarà ad esempio previsto che i fornitori di rating ESG abbiano un'autorizzazione da parte dell'Autorità per il mercato finanziario (ESMA), sulla falsariga di quanto già avviene oggi per i rating creditizi, e che la divulgazione di rating ESG da parte degli operatori dei mercati finanziari o dei consulenti finanziari, nell'ambito delle loro comunicazioni di marketing, dovrà essere accompagnata dalla pubblicazione, nel proprio sito web, di informazioni sulle metodologie utilizzate per tali rating ESG.

Da ultimo occorre considerare che l'analisi ESG nasce prevalentemente nella selezione di titoli azionari e obbligazionari di emittenti societari. Recentemente, lo stesso giudizio viene sempre di più esteso anche ai titoli di debito degli Stati sovrani che, in relazione ad alcuni importanti principi ESG, possono presentare comportamenti più o meno coerenti con tali principi. A titolo d'esempio, per quanto riguarda il nostro Paese, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha istituito un *Tavolo di coordinamento sulla finanza sostenibile*, in collaborazione con altri ministeri (Ambiente e sicurezza energetica, Imprese e made in Italy) e le principali autorità di regolamentazione e controllo sui mercati finanziari (Banca d'Italia, Consob, Ivass e Covip) per favorire la mobilitazione delle risorse private a supporto della transizione ecologica³⁷. Già da qualche anno poi il MEF è attivo nell'emissione di *green bond*, destinati a finanziare le spese statali per la realizzazione degli obiettivi ambientali proposti dalla Tassonomia europea delle attività sostenibili e dall'Agenda 2030 (cfr. *supra* paragrafo 2), con specifico riferimento a finalità di natura climatico-ambientale³⁸.

37 Cfr. https://www.dt.mef.gov.it/it/attivita_istituzionali/sistema_bancario_finanziario/finanza_sostenibile/Tavolo_finanza_sostenibile/.

38 Sul punto si veda, ad esempio, la documentazione presente sul sito del MEF: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_publico/presentazioni_studi_relazioni/documentazione_btp_green/Quadro_di_riferimento_per_l'emissione_di_Titoli_di_Stato_Green.pdf.

3.4 Quali strumenti per investire ESG?

Nella scelta di un investimento il singolo azionista e l'investitore istituzionale devono considerare correttamente il rapporto rendimento/rischio degli strumenti finanziari, da unire alla valutazione etica, socialmente responsabile dei singoli emittenti: sarebbe contraddittorio voler fare investimenti ESG compatibili senza poter fare affidamento su una sana amministrazione.

L'ESG *investing* sostiene che gli investimenti, per poter generare sviluppo e rendimenti durevoli nel tempo, devono in primo luogo rispettare le condizioni di equilibrio ambientale, sociale e di governance³⁹.

La scelta degli strumenti finanziari nei quali investire non può quindi prescindere da una valutazione a tutto tondo degli stessi, dall'analisi fondamentale dei rischi⁴⁰ e da informazioni di natura non strettamente economica, quali quelle fornite dagli indicatori ESG. Soprattutto gli investitori istituzionali, che hanno l'onere di preservare e gestire al me-

39 Negli ultimi anni, un'ampia letteratura economica e finanziaria ha analizzato i dati per misurare la differenza di rendimenti e rischi assicurati dagli investimenti ESG rispetto a quelli tradizionali, anche se per una serie di fattori (ad esempio, la forte variazione dei prezzi di beni come petrolio e gas in conseguenza dell'invasione dell'Ucraina) i risultati sono apparsi spesso controversi. La letteratura che ha ottenuto risultati più forti è quella che studia le imprese quotate che perseguono una politica aziendale definibile di *stakeholder maximization* invece che semplicemente di *shareholder maximization*, vale a dire che seleziona le azioni tenendo conto dell'impatto su tutti i portatori di interesse, e non solo sugli azionisti. Tale letteratura mostra che le aziende che perseguono con maggior decisione l'interesse delle varie comunità di riferimento presentano in genere anche i migliori risultati economici, una complementarità sinteticamente descritta come "fare il bene facendo bene" (*doing well by doing good*).

40 Per rischio si intendono tutti i fattori potenzialmente in grado di penalizzare un patrimonio, sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo; tra essi comprendiamo il rischio emittente, il rischio tasso, quello valutario, il rischio paese o area geografica, il rischio di illiquidabilità. Non ultimo, si ricorda il rischio reputazionale per l'investitore che, avendo un suo codice etico, potrebbe trovarsi in difficoltà avendo in portafoglio titoli incompatibili con i propri valori.

glio un patrimonio a loro soltanto affidato, obbligatoriamente si devono dotare di controlli adeguati dei portafogli sotto tutti i punti di vista. Quali strumenti ha a disposizione l'investitore per effettuare un investimento etico e sostenibile?

Distinguiamo in quanto segue tra gli investimenti in titoli/strumenti liquidi e strumenti illiquidi.

3.4.1 Investimenti ESG in strumenti liquidi

Negli ultimi anni l'industria finanziaria ha visto un forte incremento sia dell'offerta di prodotti (principalmente fondi comuni ed ETF) sia di specifiche strategie (ad esempio, la produzione di energia rinnovabile, la forte riduzione dei gas serra, il risparmio dell'acqua), sia delle masse finanziarie in essi investite. Come già affermato, per economicità e possibilità di diversificazione, oltre che per la difficoltà di reperimento delle informazioni da parte del singolo investitore sul singolo titolo, vengono preferiti strumenti collettivi per la raccolta del risparmio, quali **ETF e fondi comuni con obiettivi etici e sostenibili**. Entrambi sono strumenti di investimento collettivo che si distinguono principalmente per lo stile di gestione. I primi hanno principalmente come obiettivo la replica del *benchmark* di riferimento (gestione passiva) mentre i secondi, di norma, la produzione di una performance corretta per il rischio superiore a quella del *benchmark* (gestione attiva). Il fondo comune con gestione attiva ha come strumenti principali di azione la selezione dei titoli (*stock picking*) e l'entrata e uscita di breve periodo sul mercato azionario (*market timing*). Lo *stock picking* produce un portafoglio la cui composizione differisce da quella del *benchmark*, ad esempio, escludendo alcuni titoli dal portafoglio attivo o aumentandone il peso relativamente a quello del portafoglio di riferimento. Il *market timing* consiste nel modificare la quota investita in liquidità cercando di anticipare i movimenti di mercato e riducendo il rischio complessivo nelle fasi di caduta. Ricollegandosi a quanto descritto precedentemente, si comprende immediatamente come lo *stock*

picking sia lo strumento ideale per poter perseguire al meglio obiettivi di sostenibilità/ESG, mettendo in atto azioni che più raramente contraddistinguono l'operatività degli ETF. Naturalmente la gestione attiva ha un costo associato al capitale umano e tecnologico necessari per ottenere risultati positivi, e l'eterogeneità nel costo di produzione viene riflessa in un diverso costo di gestione per l'investitore finale⁴¹. L'auspicio è che i fondi attivi siano in grado di produrre rendimento corretto per il rischio a un livello tale da eccedere la compensazione degli ulteriori costi addossati ai risparmiatori.

Se l'ETF non può discostarsi dal *benchmark* in alcun modo, avendo l'obiettivo di replicare il rendimento dello stesso, come può un ETF perseguire obiettivi etici e sostenibili? L'unica possibilità è replicare un indice che a sua volta abbia tali caratteristiche e che quindi si discosti dagli indici di mercato (che pesano ogni titolo sulla base della capitalizzazione relativa) per concentrarsi sui titoli più meritevoli dal punto di vista non esclusivamente finanziario. La disponibilità di ETF etici e sostenibili è quindi una conseguenza della disponibilità di indici sostenibili che possono essere replicati. In una prima fase, infatti, alcuni gestori attivi avevano sviluppato un interesse e una professionalità gestionale su aspetti di sostenibilità: esistevano fondi comuni, ma non ETF⁴². La democratizzazione della finanza e la creazione di ETF con obiettivi etici e sostenibili assicura oggi maggior scelta per l'investitore finale. Gli ETF con finalità ESG attualmente quotati sul mercato sono principalmente azionari e presentano una grande eterogeneità nella scel-

41 Per l'investitore, un elemento essenziale di valutazione deve essere rappresentato dal costo complessivo dell'investimento, il c.d. TER (*Total Expens Ratio*) che, oltre a costituire un importante elemento per la decisione, consente anche di porre a confronto l'onerosità dei diversi strumenti appartenenti alla medesima categoria di *asset class* e i rendimenti da queste generati.

42 I primi "fondi etici" furono introdotti in Italia negli anni Novanta dello scorso secolo dall'Istituto Bancario San Paolo di Torino (poi confluito in Banca Intesa SanPaolo).

ta dei criteri di selezione, spaziando da temi legati solo all'ambiente (ETF *low carbon*, ETF energie rinnovabili, ETF sul consumo d'acqua ...) a temi *social* (legati alla presenza femminile in azienda, al rispetto dei diritti dei lavoratori, alla lotta della discriminazione di genere...), fino ad arrivare a temi più generici, che comprendono *screening* riferiti ai singoli settori o attività in cui è impegnata l'impresa (esclusione dei titoli attivi nella produzione di alcool, tabacco, armi non convenzionali, gioco d'azzardo...). Negli ultimi anni, sono stati lanciati anche ETF "cattolici", che applicano non soltanto criteri ESG ma anche criteri allineati ai valori cattolici del bene comune e dell'integrità della persona. A livello globale si registra un aumento di prodotti *faith based*, ovvero allineati a criteri etici e religiosi, siano essi di ispirazione cattolica, cristiana o di altre confessioni.

Un ultimo accenno riguarda la possibilità di identificare le caratteristiche che rendono il singolo titolo in linea con i criteri di sostenibilità. Le informazioni richieste sono molte, e la stessa disponibilità di dati da parte delle società quotate non è sempre adeguata. Ci sono però agenzie di rating specializzate che raccolgono i dati disponibili e producono un indicatore⁴³, che ha l'ambizione di caratterizzare in un unico numero l'aderenza del *business model* aziendale a criteri di sostenibilità. I rating sono generalmente assegnati per ognuna delle tre dimensioni E, S e G e anche in maniera aggregata. Tali indicatori sono però a pagamento e vengono tipicamente consultati dagli investitori professionali, e non sono disponibili per i singoli investitori *retail*. Come già ricordato, studi accademici hanno evidenziato come i rating assegnati dalle varie agenzie specializzate alle singole società siano a volte molto difformi: in alcuni casi la correlazione tra i rating che le varie agenzie assegnano alla stessa azienda è inferiore al 50%. L'eterogeneità è spiegata da vari elementi, tra cui la mancanza di dati, i vari criteri seguiti dalle azien-

43 Tale indicatore viene espresso a volte in scala numerica, ad esempio da 0 a 100, altre volte in lettere, ad esempio, da C a AAA.

de per comunicarli, il peso che ogni agenzia assegna a vari elementi nell'ambito di ogni categoria (ad esempio un'agenzia può assegnare peso 5% agli indicatori relativi alla parità di genere tra i dipendenti di un'azienda e un'altra invece peso 1%).

3.4.2 ESG e investimenti illiquidi

Come accennato in precedenza, negli ultimi anni è fortemente aumentato l'interesse degli investitori per strumenti in *asset* "privati" vale a dire *asset* che non sono quotati nei mercati liquidi. Ad esempio, impianti fotovoltaici o altre infrastrutture tipicamente non sono quotati e l'unico modo per investire è acquisire una quota di proprietà. Nel corso del tempo la finanza ha sviluppato veicoli, che molto spesso hanno la forma di fondi comuni, i quali consentono agli investitori di acquisire quote in portafogli diversificati, che a loro volta acquisiscono *asset* privati. Tipicamente questi fondi comuni non sono però "aperti", vale a dire non consentono il rimborso in qualsiasi momento. Tale flessibilità di azione sarebbe in contrasto con la scarsa liquidità dell'*asset* sottostante. I fondi che investono in *asset* privati sono tipicamente "chiusi", vale a dire possono essere sottoscritti ma devono poi essere detenuti sino alla scadenza, di norma decennale⁴⁴. Tali fondi investono in tutte le principali *asset class* e sono noti come fondi di *private equity*, *private debt* e *private real estate*.

L'investimento in *asset* privati è caratterizzato da minor diffusione di informazioni e minore trasparenza rispetto a quanto accade per i fondi aperti, a partire dalla valutazione periodica delle quote del fondo: semestrale o annuale per i fondi chiusi rispetto a quotazioni giornaliere per i fondi aperti. Ciò conferisce una stabilità, probabilmente più apparente e legata alle regole contabili che reale, degli investimenti in *as-*

44 In qualche caso esiste un mercato liquido per poter trattare con altri investitori l'acquisto e la vendita delle quote del fondo chiuso, ma non sempre tale mercato risulta "liquido".

set privati rispetto a quelli liquidi, molto gradita agli investitori che non sono in grado di misurare gli scostamenti e la volatilità. Storicamente l'informativa dal punto di vista delle caratteristiche di sostenibilità/ESG degli *asset* privati è stata inferiore, contando anche più raramente su una valutazione in tal senso fornita da agenzie specializzate o dai gestori finanziari. Si stanno comunque diffondendo buone pratiche tra i gestori che considerano i criteri ESG per l'investimento in *asset* privati, soprattutto dal punto di vista della richiesta ai gestori di miglioramenti in termini di performance ambientale e sociale. Si tratta di strumenti nel complesso ancora poco diffusi ma molto rilevanti per l'Italia, paese in cui la maggior parte degli *asset* non sono quotati sul mercato. La possibilità di investire in fondi che acquisiscono *asset* privati spinge i gestori a miglioramenti dal punto di vista ambientale e sociale e può costituire un elemento di grande impatto, in grado di raggiungere aziende e settori che solo indirettamente sono influenzate da quanto accade sui mercati liquidi.



4. Linee guida per investire responsabilmente

4.1 Come l'ispirazione cattolica promuove la sostenibilità etica degli investimenti ESG

Accanto alle strategie di investimento eco-sostenibili tradizionalmente utilizzate sui mercati, vi sono altre aree che la Chiesa meglio identifica con gli obiettivi etici e sostenibili; tra questi, proteggere la vita e la dignità umana in tutte le sue forme; favorire l'emancipazione del lavoro femminile; sostenere la famiglia con figli e le relative politiche di *welfare*; ridurre la produzione di armi; perseguire la giustizia economica e incoraggiare la responsabilità aziendale. Per riconoscere a tali obiettivi l'indispensabile autorevolezza, ai credenti è necessario avere un significativo riscontro:

- nel Magistero e/o nella Dottrina Sociale della Chiesa;
- in questo documento di *policy* approvato dai Vescovi, e diffuso attraverso la Conferenza Episcopale Italiana.

Le **principali metodologie** per applicare criteri etici e sostenibili agli investimenti finanziari sono:

1. attraverso l'**identificazione di temi e/o strategie di investimento monotematiche**, si favorisce lo sviluppo di strumenti più coerenti

ai principi ESG (ad esempio, il tema del consumo dell'acqua, della produzione di CO₂ determinato dalle attività industriali, del consumo e risparmio energetico, del contrasto delle logiche consumistiche del mercato). L'esperienza insegna che questa metodologia trova maggiore applicazione ai temi di eco-sostenibilità;

2. il metodo *best-in-class*: significa identificare un elenco selezionato tra le migliori società, che per settore o, in senso generale, risultano ai primi posti delle classifiche ESG, realizzando un costante e progressivo miglioramento del portafoglio investito;
3. l'indicazione di criteri con cui escludere qualcosa (settori) o qualcuno (operatore economico), il cui comportamento contraddice i principi di eticità e sostenibilità (negative screening); viene così precluso l'investimento in quelle società che svolgono attività controverse (*black list*);
4. l'*engagement*: gli investitori si impegnano ad attivare un dialogo nelle società, in cui possiedono una partecipazione di minoranza, attraverso l'esercizio del voto nelle assemblee, al fine di conseguire dei miglioramenti nei comportamenti degli amministratori riguardo alle questioni sociali, ambientali e di governance.

4.2 Criteri di inclusione

Un'identificazione circostanziata dei criteri ESG si realizza anche e specialmente in un processo di continuo aggiornamento, indispensabile ad attivare buone prassi e a identificare, tra le molte offerte di investimento, quelle più coerenti sotto l'aspetto etico-sostenibile (*best-in-class*). La disponibilità di analisi e informazioni sempre più approfondite sulle imprese, sui settori e recentemente anche sugli Stati e le loro legislazioni, hanno ampliato il diffondersi dei criteri ESG eticamente condivisi, e attivato un dibattito di giudizio sulle politiche di *welfare* degli Stati sovrani. Anche per la Chiesa Cattolica italiana, quindi, sorge l'opportunità di applicare i principi ESG non solo alle attività di investimento, ma anche coinvolgendo in essi le proprie funzioni istituzionali: la *mission* pastorale, la catechesi e l'educazione, l'azione della carità. D'altra parte, è da valutare attentamente la possibilità che l'azione della Chiesa nelle sue diverse forme istituzionali – Conferenza Episcopale, diocesi, parrocchie – possa partecipare più attivamente in progetti di sviluppo a favore del Paese (ad esempio, nel settore delle infrastrutture, nella creazione di servizi di *welfare*, nella ricerca di nuove tecnologie), attivando così la creazione di nuovi posti di lavoro, o di partecipazioni nei progetti infrastrutturali dei paesi in via di sviluppo. Dare risposte e soluzioni concrete a questi ambiti significa applicare principi etici e sostenibili, operando per il bene dei singoli e della comunità.

4.2.1 Criteri socialmente compatibili

Si tratta di:

- favorire imprese che si assumono la responsabilità per le condizioni di lavoro vigenti nei propri ambienti e nelle aziende terze, facenti parte dello stesso sistema cliente/fornitore, contro prassi discriminatorie;
- sostenere eque politiche salariali e assistenziali, in concomitanza di precise linee guida sulla sicurezza dei lavoratori;

- esercitare un sostegno attivo alle risoluzioni degli azionisti finalizzate a proteggere e promuovere i diritti umani;
- scegliere le imprese che attuano la formazione continua dei loro dipendenti;
- selezionare imprese che favoriscano la maternità e la paternità, attuando scelte di sostegno diretto alle famiglie, e indiretto attraverso interventi infrastrutturali (alloggi, asili nido...);
- preferire imprese che hanno formulato linee guida per il diritto di assemblea dei dipendenti, gli orari di lavoro e un salario minimo;
- incoraggiare le aziende a riferire sui risultati economico-finanziari in modo trasparente (dichiarazione non finanziaria), dando conto dei benefici sociali direttamente e indirettamente ottenuti e dell'impatto ambientale delle attività;
- sviluppare un controllo diretto da parte degli *stakeholders* sulle linee guida di responsabilità sociale adottate dalle imprese;
- favorire lo sviluppo di attività economiche locali in grado di rispondere alle esigenze primarie della comunità senza sprechi o consumi ridondanti, nella disponibilità a utilizzare sistemi cooperativi di imprese per meglio affrontare i mercati internazionali.

4.2.2 Criteri ecologici

L'individuazione di criteri ecologici deve partire dal concetto di “ecologia integrale”, introdotta da Papa Francesco nell'enciclica *Laudato si'*, ovvero una visione che lega l'ambiente alla giustizia sociale e all'economia. La cura per il pianeta, nostra casa comune, non può prescindere dall'attenzione verso i più poveri e vulnerabili e, per estensione, verso le vulnerabilità dell'ambiente. In ambito di gestione degli investimenti, ciò si traduce nella promozione di investimenti etici e responsabili che tengano conto non solo del profitto economico, ma anche dell'impatto

sociale e ambientale. Gli investitori sono incoraggiati a considerare criteri di sostenibilità ambientale e inclusione sociale, in linea con l'idea di un'economia al servizio dell'intero pianeta e della popolazione più vulnerabile.

L'ecologia integrale va quindi oltre la semplice protezione ambientale, abbracciando una visione olistica che integra gli aspetti sociali, economici e ambientali, e invita a una gestione responsabile delle risorse del pianeta in modo che gli esseri umani possano vivere in armonia con la natura. Questo approccio ha implicazioni significative per la gestione degli investimenti, spingendo gli investitori a considerare non solo i ritorni finanziari, ma anche l'impatto sociale e ambientale delle loro decisioni secondo i principi chiave dell'interconnessione (riconoscere che tutti gli elementi del sistema terrestre sono interconnessi e che le azioni in un'area possono avere ripercussioni su altre); della giustizia sociale (promuovere una distribuzione equa delle risorse in modo che tutte le persone, specialmente le più vulnerabili, abbiano soddisfazione delle necessità fondamentali); della sostenibilità (promuovere pratiche che non compromettano la capacità delle future generazioni di soddisfare i propri bisogni, preservando le risorse naturali e l'ambiente).

Su quest'area risulta opportuno:

- selezionare imprese che si adoperano per la riduzione del consumo di materie prime, acqua, energia e delle emissioni di sostanze inquinanti;
- selezionare imprese che sviluppano e promuovono l'utilizzo di fonti di energia rinnovabile, sostengono e intraprendono iniziative ragionevoli ed efficaci per il risparmio energetico e lo sviluppo di risorse alternative rinnovabili e pulite;
- impegnarsi per applicare politiche che offrano incentivi alle imprese per ridurre emissioni nocive, e assistenza ai lavoratori colpiti da prassi sbagliate del passato;

- sostenere le risoluzioni degli azionisti che incoraggiano le multinazionali ad agire per preservare il patrimonio ecologico del pianeta, affrontando la povertà dilagante nelle nazioni più povere e reindirizzando lo sviluppo in termini di qualità piuttosto che quantità nel mondo industriale, nonchè la creazione di tecnologie sensibili per l'ambiente;
- premiare imprese che hanno formulato proprie direttive ambientali o hanno implementato un sistema specifico di gestione ambientale;
- seguendo le indicazioni della *Laudato si'* circa i cambiamenti climatici, sostenere le aziende che, operando nel segmento dei combustibili fossili, hanno un piano industriale di riorganizzazione e trasformazione verso le fonti di energia rinnovabili, o che stanno investendo in ricerca e sviluppo per ridurre l'emissione di CO₂;
- contrariamente, escludere quelle imprese con forti controversie sull'ambiente che non hanno in programma nessun progetto di conversione o riduzione delle emissioni nocive.

4.2.3 Criteri di equità

- Sostenere le imprese che permettono una migliore conciliazione tra lavoro e famiglia.
- Diffondere politiche aziendali sulla parità salariale, le opportunità di promozione per le donne e l'adeguamento alle legittime esigenze familiari; sostenere la partecipazione attiva delle donne nella vita dell'azienda, in particolare in termini di politica e processo decisionale e inclusione nelle posizioni di *leadership*.
- Appoggiare le imprese che promuovono in tutti i territori misure per lo sviluppo di infrastrutture, la costruzione di scuole o la costruzione di reti idriche ed elettriche.
- Premiare quelle imprese che sviluppano o producono prodotti con un ciclo di vita sostenibile (ad esempio, l'uso di materie prime

estratte in modo sostenibile, la degradabilità biologica degli ingredienti, ecc.).

- Promuovere imprese che assicurano assistenza medica ai lavoratori o si attivano nella ricerca di malattie ancora poco considerate.
- Favorire la partecipazione delle aziende a programmi volti a rendere disponibili farmaci a sostegno della vita a coloro che vivono in comunità e paesi a basso reddito.
- Promuovere nel mondo della comunicazione contenuti editoriali positivi, in grado di trasmettere l'importanza e la bellezza dell'esperienza umana in tutte le sue componenti: personale, sociale, culturale e religiosa.

4.3 Criteri di possibile esclusione o di “allerta”

Il *negative screening* (selezione negativa) presenta vantaggi e svantaggi. Tra i primi vanno sicuramente citati: l’allineamento inequivoco con i valori etici, il contenimento del rischio reputazionale (non si finanziano attività considerate dannose) e l’influenza positiva, con un chiaro incentivo alle aziende a migliorare le loro pratiche per essere incluse nei portafogli. Per contro, si ha lo svantaggio della riduzione dell’universo di investimento (ovvero del numero di opportunità di investimento disponibili) che limita l’effetto positivo della diversificazione del portafoglio. Questo rappresenta sempre, per definizione, un costo in termini di redditività aggiustata per il rischio, e quindi di performance del portafoglio. Lo *screening* negativo potrebbe peraltro non essere sufficientemente efficace nel promuovere comportamenti aziendali responsabili da parte delle società emittenti, mentre altre strategie come l’*engagement* (cfr. *infra*) potrebbero essere preferibili.

In generale, l’esclusione di un’impresa dall’universo investibile non avviene per un rifiuto di principio dell’intera impresa, ma evidenzia come l’investitore non intenda partecipare per una sua motivazione etico-sostenibile a una qualche particolare attività. Le aziende quotate in borsa vantano di norma strutture organizzative molto diversificate. Ciò significa che all’interno di un’impresa possono esistere singoli campi di attività che l’investitore rifiuta per determinati motivi. Una prassi diffusa nell’industria finanziaria indica il limite del 10% dell’intero fatturato dell’azienda quale livello accettabile per non procedere direttamente all’esclusione della società dall’investimento. In questi casi è preferibile operare attraverso lo strumento di *engagement* per un dialogo diretto con l’impresa, destinato a limitare o cancellare l’attività eticamente non compatibile.

4.3.1 Protezione della vita

Di seguito vengono elencati alcuni settori di attività nei quali **NON** investire:

- *aborto*: la politica di investimento sancisce l'esclusione assoluta degli investimenti in società le cui attività includono partecipazione diretta o sostegno all'aborto (indotto o volontario). A titolo esemplificativo, ma non esaustivo, riguarda le società coinvolte nella produzione di abortivi e le società sanitarie pubbliche che praticano l'aborto;
- *contraccettivi*: non si può investire in società che producono o commercializzano contraccettivi con effetti abortivi;
- *ricerca su cellule staminali*: non si può investire in società impegnate nella ricerca scientifica su feti umani o embrioni che:
 - determinino la fine della vita umana prenatale;
 - facciano uso di tessuto derivato da aborti o altre attività che mettano fine alla vita umana;
 - violino la dignità di una vita in via di sviluppo.

Le attività specifiche coperte dalla *policy* comprenderanno:

- a) ricerca sulle cellule staminali embrionali (ESCR);
- b) ricerca sul tessuto fetale;
- c) clonazione umana.

Diversa è invece la considerazione per la ricerca su cellule staminali adulte, del cordone ombelicale e iPS (staminali riprogrammate), perché non distruttive per la vita umana.

Con riferimento all'*eutanasia*: "l'eutanasia volontaria, qualunque ne siano le forme e i motivi, costituisce un omicidio. È gravemente contraria alla dignità della persona umana e al rispetto del Dio vivente, suo Creatore" (CCC 2324). Tuttavia, l'individuazione di aziende che operano in questo settore, ad esempio tramite la produzione di relativi farmaci, risulta assai problematica. Al contrario della pratica dell'aborto, non vengono utilizzati farmaci specifici. Spesso, infatti, questi medicinali vengono utilizzati per pratiche mediche assolutamente legittime, come quelle anestetiche. L'esclusione quindi di aziende che producono questi

medicinali, oltre che metodologicamente non corretto, rischierebbe di produrre indirettamente conseguenze dannose per i pazienti. Sebbene quindi ad oggi non sia possibile applicare un criterio di esclusione metodologicamente coerente e univoco, è importante prestare massima attenzione alla tematica. In quest'ottica, l'attività di monitoraggio ESG quantitativo e qualitativo affidato ad un soggetto *advisor* specializzato può risultare utile anche per vigilare evoluzioni in materia.

In generale, con riferimento alle attività di ricerca, nuove forme di sperimentazione o nuove ricerche e servizi sviluppati saranno valutati caso per caso.

4.3.2 Promozione della pace

- *Produzione e commercio di armi*: la Dottrina Sociale della Chiesa condanna qualsiasi forma di corsa agli armamenti, di tipo convenzionale e non, e si oppone alle gravi distorsioni derivanti da spese militari eccessive e sproporzionate, anche se, all'oggetto d'arma in sé è riconosciuto anche un uso funzionale di difesa, quale ad esempio quello delle forze di polizia per garantire l'ordine pubblico. Per questo motivo, l'ente religioso o qualsiasi investitore dovrebbe rinunciare ad investire direttamente o indirettamente (tramite fondi) in aziende attive nella produzione sia di armi convenzionali che di armi non convenzionali (come armi biologiche e chimiche, armi nucleari, armi di distruzione di massa, mine antiuomo, armi autonome)⁴⁵. Sarà possibile un comportamento di deroga verso casi specifici e limitati di finalità di difesa, sulla base del principio di responsabilità. Con riferimento agli istituti bancari o altri operatori che, all'interno di un'attività finanziaria ampia e votata principalmente allo sviluppo dell'economia reale, concludono operazioni di finanziamento ad aziende del settore della difesa, sarà essenziale

45 Cfr. Conferenza Episcopale Italiana, Nota pastorale *Educare a una pace disarmata e disarmante*, approvata dall'81ª Assemblea Generale, 19 novembre 2025 (§ 3.e.iii).

che queste operino secondo criteri rigorosi, ben documentati e di trasparenza al pubblico. Inoltre, tali istituti devono adottare appropriate *policy* etiche interne e organi di controllo che ne garantiscono l'implementazione. Infine, gli enti religiosi quali investitori e clienti mantengono un dialogo continuo e costruttivo con tali istituti (*engagement*) affinché le risorse economiche vengano utilizzate principalmente a favore dello sviluppo economico sostenibile.

Sempre sul tema degli armamenti, occorre limitare rigorosamente la produzione di armi allo stretto indispensabile (ad esempio, le dotazioni delle forze dell'ordine e degli eserciti regolari)⁴⁶ e individuare processi di conversione delle capacità produttive di armi in altre produzioni ad uso non militari, in modo da non penalizzare i settori lavorativi interessati.

4.3.3 Sostegno alla dignità umana

- Atteggiamenti discriminatori: non si deve investire in società o paesi che applicano atteggiamenti discriminatori per etnia, cultura, religione, genere... e/o in società che hanno avuto gravi controversie per atteggiamenti discriminatori.

46 Il Pontificio Consiglio della Giustizia e della Pace, nel suo documento *“Il commercio internazionale delle armi. Una riflessione etica”* (LEV, Città del Vaticano 1994), elabora il *principio della sufficienza*. Esso prevede che “ogni Stato può possedere unicamente le armi necessarie per assicurare la propria legittima difesa. Questo principio si oppone all'accumulazione eccessiva di armi o al loro trasferimento indiscriminato” (n. 9). Ne consegue che l'esercizio del commercio di armi non può esimersi dalle proprie responsabilità invocando la legge del mercato della domanda e dell'offerta, ma “ogni Stato esportatore di armi è perciò legittimamente autorizzato - e talvolta obbligato - a rifiutare a un altro Stato le armi che gli sembrano superare i limiti imposti da questo principio” (n. 11). Il documento elabora poi un'*etica della responsabilità*, in base alla quale nessun venditore di armi può rinunciare alla propria responsabilità morale davanti agli eventuali effetti negativi del commercio di armi in termini di mantenimento della pace, di povertà della popolazione dello Stato acquirente, di sicurezza nazionale ed internazionale, di minaccia ai sistemi democratici.

- **Pedopornografia:** non si investirà in società coinvolte direttamente o indirettamente nella produzione e distribuzione di materiale pedo-pornografico, nemmeno se questa non dovesse superare il limite del 10% del fatturato.
- **Corruzione:** uno dei maggiori freni allo sviluppo sostenibile è la corruzione; condannata dalla Chiesa, è tra le cause principali del sottosviluppo e della povertà. La corruzione provoca crescenti disparità perché lede il bene collettivo per favorire singoli individui. Si tratta di un fenomeno presente non solo in tutti i settori della società, ma anche in molti stati. Esistono degli indicatori sul livello di corruzione degli Stati⁴⁷ che possono essere presi in considerazione per contrastarla, a partire dalla valutazione dell'investibilità dei titoli emessi dagli stessi. Le società con controversie legate alla corruzione saranno escluse dall'investimento.
- **Pena di morte:** non saranno effettuati investimenti nei paesi che applicano la pena di morte.
- **Regimi totalitari:** i regimi totalitari o le dittature militari distruggono il carattere di individuo dei cittadini in una società. La vita umana non riesce a svilupparsi liberamente e viene soppressa la divisione dei poteri. La concentrazione di potere su singoli individui o gruppi di persone sopprime, inoltre, il necessario sviluppo di un impegno civile. È, quindi, escluso l'investimento in obbligazioni governative di quei paesi che gli organismi internazionali identificano come totalitari e/o dittatoriali.

Vi sono, inoltre, altre tematiche che meritano una valutazione differenziata per le quali non esiste sempre un motivo di esclusione, ma piuttosto una valutazione sui possibili effetti sociali negativi causati dall'uso strumentale, dalla responsabilità personale e dai comportamenti tenuti in tali ambiti.

47 Cfr. <https://www.transparency.org/en/>.

Tra questi settori evidenziamo:

- il gioco d'azzardo⁴⁸ che, degenerando in dipendenza, è da escludere nelle seguenti forme di attività: scommesse sportive e non, *slot machine*, casinò e casinò *online*;
- le dipendenze causate da tabacco e alcool rappresentano un pericolo per la vita umana, portano spesso le persone all'emarginazione sociale e, a seconda del consumo, possono essere una minaccia per la loro vita. La Chiesa considera la dipendenza una malattia che distrugge la vita e comporta molti costi sociali per la collettività. Ciò nonostante, il consumo limitato e responsabile di tabacco e alcool può essere accettato, e per questo non si prevede l'applicazione dell'esclusione *tout court*. Non è il prodotto in sé che genera il degrado, ma l'utilizzo distorto che ne viene fatto.

4.3.4 Sostegno alla giustizia economica

- Standard lavorativi e organizzazione del lavoro: non è opportuno investire in prodotti o aziende che hanno controversie o gravi responsabilità sul mondo del lavoro e su tutti i soggetti coinvolti nella gestione dell'impresa.
- Pratiche bancarie fraudolente e poco trasparenti: sono da escludere istituti di credito o enti finanziari che hanno avuto gravi controversie dovute a pratiche finanziarie non trasparenti e coinvolgimenti in attività fraudolente.

4.3.5 Cura dell'ambiente

- Nell'ambito delle attività economiche classiche (agricoltura, industria, servizi), un ruolo strategico va riservato alla cura dei processi

48 Non vengono riconosciute come attività d'azzardo le lotterie nazionali o altri concorsi simili.

agro-industriali con particolare attenzione al ruolo dell'agricoltore e del suo equo guadagno.

- **Carbone:** è escluso l'investimento in società coinvolte nell'estrazione, nell'uso e nella produzione di energia tramite carbone.
- **Inquinamento:** è escluso l'investimento in aziende che hanno avuto forti controversie riguardanti l'inquinamento.

4.3.6 Protezione degli animali

Gli animali fanno parte del creato e rientrano, quindi, nel dovere di cura dell'uomo. Gli esperimenti sugli animali identificati come utili e necessari sono quelli che si concentrano sostanzialmente nel campo della medicina e nell'industria farmaceutica che contribuisce a guarire e salvare vite umane, e sono pertanto regolati a norma di legge. Non sono perciò ammessi investimenti a sostegno diretto o indiretto di esperimenti sugli animali per altri scopi, come per prassi spesso avviene nel settore cosmetico, e nemmeno le attività di sperimentazione genetica.

4.3.7 Sostenibilità degli investimenti

È escluso l'investimento in quelle società che hanno un basso rating di sostenibilità; tra l'altro, sono fonte di possibili perdite in quanto potenzialmente soggette ad azioni di responsabilità, a sanzioni ed azioni legali.

4.4 Engagement

Già accennato più volte, un importante strumento a disposizione degli investitori per sostenere i principi etico-sostenibili è l'*engagement*, inteso come l'influenza attiva esercitata sull'impresa dagli azionisti, in rappresentanza della quota di capitale detenuta, o dagli obbligazionisti, in rappresentanza dei prestiti sottoscritti. Questa influenza si esercita attraverso il diritto di voto e partecipando costantemente alla vita sociale dell'impresa tramite i suoi organi statutari (Consiglio di Amministrazione, comitati, assemblee). L'efficacia dell'*engagement* è affidata principalmente al livello qualitativo del sistema di regole di governo di un'impresa (*corporate governance*): più è trasparente e sofisticato il sistema di controllo, maggiore è il grado di influenza esercitabile dagli *stakeholders*.

L'*engagement* è un approccio che può riflettere i valori etici e morali cattolici, sostenendo la giustizia sociale, la cura per il creato e la dignità umana. È anche vero che la piena valorizzazione di tale forma di controllo e indirizzo richiede specifiche competenze in capo all'investitore, per cui le esperienze concrete non sono molto diffuse presso gli enti religiosi. Per ovviare a questo, può essere utile ricorrere a forme associative tra investitori di matrice religiosa al fine di incrementare la professionalità e la competenza nell'applicazione delle pratiche di *engagement*, e dunque nelle sue possibilità di raggiungere obiettivi concreti. Se a livello di singola diocesi o ente religioso le masse investite possono sembrare troppo ridotte per fare la differenza, l'aggregazione di enti religiosi a livello nazionale o internazionale aumenta "la voce" della comunità dei credenti⁴⁹.

49 Sul punto si veda l'esperienza, sia pure al momento embrionale, del Centro Inter-religioso per il Dialogo (CIID), di cui si è già trattato in nota al capitolo 3.

Le modalità principali di *engagement* sono le seguenti:

- dialogo e collaborazione: l'*engagement* può avvenire attraverso dialoghi diretti con il management delle aziende e la collaborazione con altri investitori per rafforzare l'impatto;
- proposte e votazioni: proposte agli azionisti (*shareholder resolutions*) ed esercizio del diritto di voto come strumenti per orientare le politiche aziendali verso obiettivi di sostenibilità, trasparenza e rispetto dei diritti umani;
- monitoraggio e reportistica: è importante monitorare costantemente l'efficacia dell'*engagement* e riportare i progressi per assicurare trasparenza e allineamento con gli obiettivi etici.

Per le istituzioni religiose, l'*engagement* si concentra principalmente su tre aree:

- tutela dell'ambiente: promuovere pratiche aziendali che riducano l'impatto ambientale, lottando contro il cambiamento climatico e la perdita di biodiversità quali, ad esempio, il supporto a politiche di energia pulita o di riduzione delle emissioni di carbonio;
- diritti umani e lavorativi: sostenere i diritti umani nelle catene di fornitura globali, garantendo il rispetto delle condizioni di lavoro e il rifiuto di qualsiasi forma di sfruttamento;
- equità sociale: favorire la parità di genere, l'inclusione e le pratiche aziendali che promuovano il benessere dei lavoratori e delle comunità locali.

L'*engagement* non è, quindi, solo una scelta finanziaria ma una missione etica che gli investitori cattolici sono chiamati a compiere per promuovere un sistema economico che rispetti la dignità umana e la custodia del creato.

