

IL RISPARMIO

RIVISTA DELL' ASSOCIAZIONE
FRA LE CASSE DI RISPARMIO ITALIANE

Diretta da

Nicola Mattoscio

Direttore Responsabile

Stefano Marchettini

Comitato Editoriale

Sandro Molinari, Alberto Carmi,
Andrea Comba, Fausto Cuocolo,
Mario Fedrizzi, Giuliano Segre

3

Anno L - n. 3 Settembre - Dicembre 2002 - Pubblicazione quadrimestrale

REDAZIONE:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Telefono 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.acri.it

CODICE ISSN 0035-5615

*Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.*

SOMMARIO

78^A GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

Etica del Risparmio e Tutela del cittadino

Roma, 31 ottobre 2002

5

Gli interventi di:

GIUSEPPE GUZZETTI

7

MAURIZIO SELLA

19

MARIO BALDASSARRI

29

ANTONIO FAZIO

37

ETICA DEL RISPARMIO E TUTELA DEL CITTADINO

Sintesi del sondaggio realizzato da TNS Abacus per ACRI
in occasione della 78^a Giornata Mondiale del Risparmio

Ottobre 2002

55

ARTICOLI

65

STEFANO CIMA

Valore aggiunto sociale del nonprofit:
i risultati di una rilevazione sul campo

67

ANTONELLA BASSO - STEFANIA FUNARI

I fondi comuni di investimento etici in Italia e
la valutazione della performance

85

**78^A GIORNATA MONDIALE
DEL RISPARMIO**

Etica del Risparmio e Tutela del cittadino

Roma - 31 Ottobre 2002

Giuseppe Guzzetti

Presidente dell'ACRI

Si comincia a intravedere la luce...

Il Tema che abbiamo proposto per questa 78ª Giornata Mondiale del Risparmio – Etica del Risparmio e Tutela del Cittadino - ben si attaglia alle difficoltà economiche e di sviluppo che stiamo vivendo. L'indagine che per l'occasione abbiamo commissionato ad Abacus, ripetendo l'esperienza dello scorso anno, se da un lato conferma il valore del risparmio e la propensione che gli Italiani hanno verso il risparmio, anche più accentuata che nel passato, tuttavia registra la pessimistica previsione di riuscire a risparmiare di meno. Per contro i risparmiatori non si sentono sufficientemente tutelati dai comportamenti delle imprese e dalle regole che dovrebbero contrastare comportamenti non virtuosi a danno di chi investe. Di quanto emerge dall'indagine Abacus parlerò diffusamente più avanti. Vorrei riprendere il discorso da dove ci eravamo lasciati alla 77ª a Giornata Mondiale del Risparmio.

Quando un anno fa ci siamo incontrati per celebrare la festa del risparmio avevamo ancora negli occhi le terribili immagini dell'attacco alle Twin Towers e seguivamo con apprensione gli sviluppi della risposta militare americana in Afghanistan.

Ciascuno di noi si trovava ad operare in un contesto di grande instabilità e incertezza, come poche volte prima era capitato. All'origine di questa situazione di incertezza c'erano molte cause, tra cui prima di tutto l'evolversi della congiuntura economica e finanziaria divenuta più cupa dopo l'attacco terroristico. Altri fattori avversi erano però già presenti prima dell'11 settembre nello scenario internazionale. Ne ricordo solo due:

- la "sofferenza" dei mercati finanziari per quello che fu definito lo scoppio della bolla Internet;
- la sempre più netta consapevolezza dell'incapacità dell'Europa di compensare il rallentamento dell'economia americana.

Questa forte sensazione di difficoltà era attenuata dalla speranza che quei giorni potessero rappresentare il punto più basso del ciclo, seppure fosse chiaro a tutti che l'avvio della ripresa non era dietro l'angolo. Si trattava in effetti di qualcosa di più di una speranza. Era una convinzione che traeva forza dalla grande capacità di risposta di cui avevano saputo dare prova all'indomani degli attentati le principali

istituzioni finanziarie, nazionali ed internazionale. Nonostante lo shock e l'entità delle devastazioni subite dal principale centro finanziario del mondo, l'attività di negoziazione sui mercati era stata interrotta solo temporaneamente. Decisiva era stata la pronta decisione della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea di allentare sensibilmente la politica monetaria. Un contributo importante era però venuto anche dal buon funzionamento dei piani di emergenza dei sistemi informatici predisposti dai maggiori operatori finanziari, piani di emergenza disegnati in gran parte all'epoca del passaggio all'anno 2000 per arginare i possibili rischi derivanti dal "millennium bug".

Un cauto recupero di ottimismo contagiò in quelle settimane e in quelle successive tutto il mondo finanziario. Su quasi tutti i mercati azionari a dicembre 2001 il livello medio delle quotazioni, in effetti, tornò su livelli analoghi a quelli pre-11 settembre.

...ma purtroppo è arrivata la vicenda Enron.

Questo graduale rientro nel tradizionale sentiero di un ciclo congiunturale avverso ha trovato un brusco arresto con lo scandalo Enron. Quando nel dicembre dello scorso anno la Enron Corporation chiese l'ammissione alla procedura fallimentare l'evento suscitò una reazione contenuta. L'impatto sulla stabilità e sulla liquidità dei mercati fu quasi insignificante, se confrontato con quello dell'11 settembre. Si trattava pur sempre soltanto del fallimento di un'azienda, seppure di dimensioni considerevoli¹.

La successiva scoperta di alcune circostanze relative a questo fallimento ha invece prodotto una ferita che il mercato a molti mesi distanza è tuttora lungi dall'aver pienamente riassorbito. Ne ricordo alcune:

- la notizia della distruzione di molti documenti da parte dei revisori;
- la scoperta dei meccanismi dei quali la Enron si era avvalsa per gonfiare i profitti e dissimulare le perdite;
- l'ammissione di molte altre importanti aziende americane di avere anch'esse negli ultimi anni alterato i bilanci;

1) attività per 63 miliardi di dollari.

- l'evidente e ormai documentata complicità di molte istituzioni finanziarie;
- le scandalose retribuzioni attribuite ai manager di queste aziende;
- l'evidente fallimento dei diversi organismi di controllo, interni ed esterni, nell'individuare e denunciare tali gravi irregolarità.

Queste ed altre circostanze hanno creato profondo disorientamento tra gli operatori finanziari. Come sottolineato nell'ultima relazione della Banca dei Regolamenti Internazionali²: "il dissesto di Enron, ancorché meno cruento degli eventi dell'11 settembre, ha pregiudicato in misura forse maggiore la fiducia degli operatori" e, aggiungerei, dei risparmiatori.

Dal sondaggio sull'atteggiamento degli Italiani verso il risparmio, che anche quest'anno l'Acri ha voluto commissionare ad Abacus, emerge che il confronto con lo scorso anno pur evidenziando una sostanziale tenuta della propensione al risparmio degli Italiani - se possibile ancora più accentuata rispetto al recente passato in quanto il 29% degli intervistati, contro il 26% del 2001, dichiara di non vivere tranquillo senza risparmiare qualcosa - segnala un consistente aumento di coloro che si attendono una riduzione della effettiva possibilità di realizzarlo (da 7% a 18%).

Su questo, oltre all'incertezza degli scenari economici e politico-internazionali attuali, parrebbe poter influire anche il "sentiment" generato dal comportamento delle imprese nei confronti del cittadino risparmiatore.

Il quadro generale dell'opinione degli intervistati sui comportamenti delle imprese risulta sostanzialmente negativo: il 54% pensa che le imprese socialmente responsabili siano in Italia solo una minoranza e che i programmi con i quali le imprese si impegnano, anche pubblicamente, a rispettare norme morali e comportamenti etici siano - lo sostiene il 57% - solo "trovate pubblicitarie".

Inoltre, e ciò è fondamentale, uno dei comportamenti delle imprese considerati come più inaccettabili - dopo l'utilizzo dei bambini dei Paesi poveri, il finanziamento illecito e il nascondere problemi dei

2) cfr. pag. 107 della versione italiana.

propri prodotti - è la non trasparenza sullo stato di salute dei propri conti, cioè il “far credere ai risparmiatori che la situazione dell’azienda sia migliore di quanto non sia nella realtà”.

Il 68% degli intervistati ritiene poco o per niente attendibili le informazioni sulla situazione economica delle aziende. In questo senso, per il 41% del campione, le imprese italiane non sembrano discostarsi molto da quelle straniere. Inoltre la percentuale di chi pensa che le aziende italiane siano più trasparenti (18%) è inferiore a quella di chi considera le aziende straniere più attendibili (25%), con un “saldo” negativo del 7%.

In questo quadro di dati si pone il fatto che l’azione ritenuta dagli Italiani in assoluto più dannosa per il sistema economico è la mancata trasparenza dei bilanci aziendali, ancor più della diffusione di informazioni false sul prodotto e della concorrenza sleale. L’impatto negativo sull’andamento delle Borse di informazioni poco trasparenti viene ritenuto considerevole: in media quasi 8 punti su una scala da 1 a 10. A rimedio di queste situazioni gli intervistati pensano che una legislazione più severa porterebbe non solo a rendimenti più certi e sicuri dei propri investimenti (31%), ma addirittura a guadagni più elevati (29%). Tra l’altro il 77% del campione ritiene che in economia non ci siano regole sufficienti e che le maggiori carenze di norme comportamentali riguardino proprio il modo in cui le aziende si muovono nei confronti dei mercati finanziari.

Non ridimensionare l’accaduto...

Anche i dati del nostro sondaggio ci suggeriscono, dunque, di non ridimensionare gli avvenimenti tipo il caso Enron. Rispetto ad essi la reazione della comunità finanziaria italiana ed europea è stata molto articolata.

Qualcuno si è affrettato a diminuirne i possibili riflessi sull’attività dei mercati del vecchio continente. Secondo costoro gli eventi erano - non a caso - avvenuti negli Stati Uniti, il paese dove l’innovazione finanziaria ha corso di più. Non credo che rimuovere il problema sia un atteggiamento utile. Anche se per caso il virus avesse toccato solo quel paese, è comunque opportuno studiare subito le sue forme di diffusione e avviare gli studi per scoprire un efficace vaccino.

Altri commentatori si sono posizionati sul versante opposto. Essi sostengono, infatti, che in un contesto di elevata globalizzazione qual è quello che caratterizza il mondo economico e finanziario, il contagio è sicuramente già avvenuto. I portatori di questa tesi dicono in sostanza che se si scavasse un po' meglio anche in Europa verrebbero alla luce irregolarità contabili di gravità analoga. Si tratta di una tesi tutta da provare. Ho grande stima delle capacità degli organi di vigilanza nazionali ed europei e ho avuto modo più volte di verificarne la competenza e la capacità di aggiornamento.

A fianco di queste due posizioni ne sta emergendo recentemente un'altra. Quella di coloro che dicono che quanto avvenuto è il riflesso - ovviamente indesiderato - dei mutamenti normativi realizzati soprattutto negli anni novanta. Le politiche di deregulation nella loro condivisibile spinta semplificatrice hanno rimosso molte distinzioni, consentendo agli operatori di giocare più ruoli: alla società di revisione di esercitare attività di consulenza per lo stesso cliente; all'intermediario finanziario di assistere l'emittente e nel contempo di orientare le scelte del risparmiatore; etc. Quando le situazioni di conflitto sono così frequenti è ingenuo confidare nella tenuta di eventuali Chinese Wall ! E poi è scritto "non indurre in tentazione". Questa tesi è sicuramente meritevole di attenzione. Soprattutto perché ha tra i suoi sostenitori non tanto nostalgici del passato quanto operatori che professionalmente si posizionano sulla frontiera dell'innovazione finanziaria. Quando un assetto normativo presenta delle crepe è necessario porvi riparo, anche se non è facile trovare un accordo sul *quantum* di normativa che assicura il corretto procedere del mercato senza pregiudicarne in modo irrimediabile il funzionamento.

Quest'ultima posizione ha quindi un sicuro fondamento. Credo, tuttavia, che anche essa non vada a toccare il cuore del problema. Sono cioè convinto che non ci si può limitare a cambiare le regole e sperare che questa volta esse siano perfette.

Se si studia quanto avvenuto negli Stati Uniti o anche se si sfoglia qualche rivista di finanza internazionale ci si rende immediatamente conto che non basta limitarsi ad aggiornare le regole di funzionamento del mercato e/o inasprire le sanzioni per chi le viola. E questo non solo perché comunque esiste il problema di come assicurarsi che le regole seguano - o meglio ancora precedano -

l'evoluzione sempre più intensa del mercato.

Adottando un linguaggio tipicamente fiscale, infatti, si deve osservare che gli eventi di cui siamo stati testimoni propongono due tipi di problemi:

- il primo, il più evidente, è quello della evasione dalle regole;
- il secondo, meno appariscente ma non meno grave, è quello della elusione delle regole, della costante ricerca del “buco nella rete”³. Intendo riferirmi a quegli atteggiamenti spregiudicati che violano lo spirito e la sostanza di una corretta competizione, anche se rimangono formalmente rispettosi delle norme.

... ma andare al nodo di fondo: quale rapporto tra economia ed etica?

Se vogliamo affrontare con serietà i nodi che casi come quello Enron propongono, allora non dobbiamo aspettare che la risposta ci venga offerta dai "produttori" delle regole o possa venire da un inasprimento delle sanzioni.

Come si può essere validi operatori di mercato senza calpestare i principi etici fondamentali? E' questa la vera domanda cui si deve rispondere. E' un tema che già da alcuni anni ha ricominciato ad attrarre l'attenzione, come testimonia, ad esempio, la nascita di alcune riviste specializzate.

Agli albori della teoria economica il rapporto tra etica ed economia era concepito in modo quasi simbiotico. Con il pensiero classico avviene il divorzio: l'economia diventa scienza autonoma mentre l'etica resta una branca della filosofia. Le sfere dell'agire economico e quello della definizione di un sistema di valori rimangono comunque interdipendenti.

3) L'esempio più facile di elusione si può individuare in una non corretta o non prudente valutazione di particolari attività o contratti (là dove ovviamente non esiste un chiaro "valore di mercato"). Nel caso Enron la valutazione molto favorevole di alcuni contratti aveva portato a contabilizzare utili in effetti mai conseguiti e di dubbia conseguibilità futura. Esempi più evoluti chiamano in cause le cosiddette SPE (special purpose entities) che a certe condizioni nella normativa americana possono essere escluse dal bilancio consolidato o le operazioni con derivati particolarmente sofisticati. E' stato infine osservato che l'“arbitraggio regolamentare” che una società multinazionale normalmente opera tra normative di paesi diversi rende sempre più difficile l'effettiva verifica del bilancio.

Il nostro quotidiano ci insegna molto in proposito...

Se ci si cala nel vivo delle relazioni economiche, si constata subito che lo scambio informativo è aspetto fondamentale della cosiddetta etica del mercato. L'esistenza di asimmetrie informative e conoscitive può infatti essere minimizzata attraverso la condivisione di regole che contribuiscono al definirsi di una reciproca fiducia. Questo insieme di regole, in gran parte non scritte, è la sintesi di valori comuni. Da questo nasce la fiducia tra le parti. La fiducia è quindi un asset del mercato che è nostro compito evitare che si svaluti perché condizione quasi prioritaria per il suo funzionamento.

La fiducia è una cosa seria, diceva un famoso slogan pubblicitario alcuni anni fa. Il nostro quotidiano ci dice quanto sia vera questa affermazione. Conquistare la fiducia del cliente richiede molto tempo e costa molta fatica. Riconquistare questa fiducia dopo averla persa è operazione molto più difficile, spesso quasi impossibile.

Lasciatemi fare una piccola osservazione. Se si guarda alla classifica dei maggiori investitori in pubblicità (i cosiddetti *big spenders*) bisogna scendere molto, prima di trovare il nome di qualche banca. A livello di sistema, la spesa pubblicitaria delle banche italiane è largamente inferiore allo 0,5% del fatturato (nel nostro caso si tratta evidentemente del margine di intermediazione). Per essere più precisi, è variata tra il 2,7 per mille del 1998 e il 4,4 per mille del primo semestre di quest'anno, con una punta del 6,7 per mille nel 2000, l'anno del lancio dei nuovi prodotti di e-banking e di trading on line. Eppure nel mercato bancario non c'è certo una situazione di monopolio: la Banca Centrale ci dice che in Italia sono attivi quasi novecento operatori bancari. Non si può neanche dire che gli operatori del credito godano sui media di un trattamento particolarmente favorevole. La spiegazione di un fabbisogno così modesto di pubblicità da parte delle banche è molto più semplice: quando il cliente, sia esso un risparmiatore o il responsabile finanziario di un'impresa, varca la porta della filiale bancaria con la quale lavora sa già che incontrerà una persona di cui può fidarsi, e questo indipendentemente dalle condizioni offerte. Se la pensa diversamente non varcherà mai quella porta e nessuna campagna pubblicitaria potrebbe convincerlo a farlo. Diversamente dal venditore di automobili o di elettrodomestici che

dopo la vendita rivedrà quel cliente solo dopo alcuni anni, la banca può sopravvivere solo se giorno dopo giorno riesce a confermare la sostanza della sua relazione con il cliente. Qualcuno potrebbe sostenere che questo vale per molte altre categorie di operatori al dettaglio: nessuno di loro è però chiamato a perfezionare operazioni che hanno implicazioni di così lungo termine per il cliente.

...e ci indica l'importanza del nostro rapporto con il territorio

Rassicurare il cliente sul corretto funzionamento delle relazioni economiche è per noi particolarmente importante. Gli eventi che ho richiamato all'inizio hanno scosso profondamente la comunità finanziaria e il mondo dei risparmiatori. Quegli stessi eventi portano a valorizzare più compiutamente quegli aspetti etici del nostro agire di cui non tutti hanno capito la centralità.

Questa nostra funzione è ancora più importante oggi di fronte a un risparmiatore che si rivela particolarmente disorientato: un disorientamento che traduce in una netta preferenza per la liquidità. Solo strumenti finanziari facilmente liquidabili sembrano attrarre in questi mesi la sua attenzione:

- i depositi in conto corrente che nello scorso anno proponevano tassi di crescita negativi o solo marginalmente positivi, crescono ora a ritmi che si quantificano al di sopra delle due cifre⁴, malgrado la remunerazione offerta rimanga particolarmente modesta e addirittura negativa se valutata al netto dell'inflazione;
- da parte loro i fondi d'investimento da tempo non riescono a bilanciare i riscatti con nuova raccolta⁵; molti dei loro sottoscrittori si spostano verso i più difensivi fondi obbligazionari o fondi liquidità;
- chi decide di procedere all'investimento lo fa con molta prudenza puntando, ad esempio, verso i titoli di stato, soprattutto sulle scadenze più brevi, o verso gli immobili.

Gli orientamenti del risparmiatore italiano sono ampiamente condivisi dal resto dei risparmiatori europei: rispetto al corrispondente

4) Rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, + 12,1 % a giugno 2002 (ultimo dato disponibile) e + 12,7 % nella media del primo semestre di quest'anno.

5) Nei primi 9 mesi del 2002 la raccolta netta è risultata negativa per oltre 7 mld di euro.

periodo del 2001, nel primo semestre 2002 i depositi a vista sono cresciuti nell'area euro ad un ritmo del 14,2%. Questi trend non sono affatto dettati dall'emotività, ma al contrario traducono razionalmente le pesanti e numerose incertezze presenti nello scenario economico e politico mondiale. La scelta del risparmiare e gli obiettivi cui finalizzarlo appartengono alla sfera di decisione del singolo risparmiatore e costituiscono un aspetto di rilievo della sua esistenza. Gli operatori del credito, però, possono aiutare il risparmiatore ad individuare un posizionamento finanziario che nel divenire della congiuntura economica rimanga coerente con i suoi personali obiettivi.

In un contesto congiunturale difficile come l'attuale i nostri Associati – le Casse di Risparmio - sono chiamati a svolgere un ruolo altrettanto importante a favore della platea di piccole e medie imprese, da sempre fondamentale mercato di riferimento delle Casse di Risparmio. Non è nel potere dei nostri Associati indurre quella domanda di investimenti che potrebbe aiutare la ripresa economica. Al tempo stesso, essi non possono certo derogare dal normale rigore impiegato per la selezione delle domande di affidamento. Possono però fornire una positiva funzione aiutando le imprese a superare i vincoli che impediscono un più razionale processo di crescita. In breve, i nostri istituti anche in queste congiunture avverse hanno spazi per arricchire ulteriormente quel rapporto speciale che hanno saputo nel tempo costruire con le comunità locali: una marcia ed una responsabilità in più.

Altrettanto impegnativo e positivo è stato il rapporto con i risparmiatori, continuando una tradizione di correttezza, attenzione e loro difesa che è nel DNA delle Casse di Risparmio. Le Casse di Risparmio hanno dimostrato, in questi anni, di sapersi confrontare con il nuovo. Sono convinto che sapranno continuare a farlo. Riusciranno ancora a farlo senza rinunciare a quel patrimonio di valori che da sempre fanno parte dell'identità della Casse di Risparmio.

Maurizio Sella

Presidente Associazione Bancaria Italiana

Nella relazione dello scorso anno notavo come fosse in atto un cambiamento delle preferenze dei risparmiatori, indotto dagli avvenimenti dell'11 settembre e dall'aggravarsi del ciclo economico, che si orientavano verso attività più liquide dopo un periodo in cui era prevalso, invece, l'interesse per attività più rischiose ma con rendimenti potenzialmente più elevati. Auspicavo altresì il rafforzamento di quella fitta rete di relazioni individuali che costituisce il riconosciuto punto di forza del rapporto banca cliente. Ad un anno di distanza, ritengo che quelle considerazioni siano state confermate e possano essere nuovamente sottolineate.

L'entrata in recessione dell'economia di alcuni Paesi, gli eventi dell'11 settembre hanno modificato le aspettative dei risparmiatori, i quali, nel permanere di una forte volatilità dei corsi, si sono orientati verso investimenti più liquidi. Il periodo, ormai non breve, di flessione dei mercati, ha fatto emergere atteggiamenti critici nei confronti dei ruoli e delle capacità degli intermediari nella gestione del risparmio quasi fosse dipeso da essi l'andamento dei mercati negli ultimi anni.

A prescindere dalla cause ultime dell'andamento dei mercati il problema della gestione del risparmio permane.

Il nostro sistema bancario, consapevole dell'importanza che la sua gestione riveste nei confronti della collettività, ha posto tra i suoi principali obiettivi quello di migliorare le relazioni con i risparmiatori, nell'intento di aiutarli ad assumere decisioni sempre più consapevoli sui propri investimenti.

* * *

Non è un caso che proprio questo anno la giornata del risparmio dedichi particolare attenzione al concetto di etica e di responsabilità sociale in economia.

Il concetto di responsabilità sociale e di etica nell'economia non va confuso con quello di filantropia né con quello di paternalismo e beneficenza. Si adatta invece specificatamente a imprese che sappiano meglio gestire i propri rischi e, da un certo punto di vista, ridurre i rischi per la società (cittadini ed imprese) entro cui vivono, in termini di impatto economico, ambientale e sociale. Discorso

tanto più valido per l'impresa bancaria cui i cittadini affidano la gestione dei propri risparmi.

Un ulteriore elemento importante che qualifica la responsabilità sociale è senz'altro la trasparenza. Grazie ad essa i cittadini, i consumatori e le imprese vengono messi in grado di conoscere con la migliore consapevolezza i prodotti e i servizi che vengono loro offerti. L'impresa socialmente responsabile lavora per fornire ai clienti ogni informazione utile per avere una visione più chiara di ciò che viene messo sul mercato e per poter operare più facilmente scelte efficaci e consapevoli. Aiutare il cittadino ad orientarsi, ad esempio, nella gestione del proprio risparmio o nella scelta di un mutuo è un tema all'attenzione delle banche, attente non solo a progettare e sviluppare strumenti sempre più vicini alle esigenze della clientela, ma ad operare per renderla sempre più consapevole dei prodotti e dei servizi offerti.

* * *

Alla fine del 2001 le attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane risultavano pari a poco meno di 2.500 miliardi di euro, oltre il doppio del prodotto interno lordo; nel 1995 esse erano pari a circa 1.745 miliardi di euro, 1,89 volte il pil. Nel corso di questi sei anni, profondi sono stati i mutamenti delle scelte allocative: si è ridotto il peso delle forme di risparmio tradizionale; è fortemente cresciuto il ruolo del risparmio gestito; si è ridimensionato, pur restando considerevole, la quota del risparmio in custodia.

La ricchezza finanziaria di tipo più tradizionale (conti correnti, depositi a risparmio e certificati di deposito), ammontava, a fine 2001, a circa 500 miliardi di euro, il 20% delle attività complessive; nel 1995 tale quota era pari al 24%.

Alla fine del 2001 il totale del risparmio gestito in Italia (fondi comuni di investimento e sicav, gestioni patrimoniali individuali, assicurazioni vita e fondi pensione) risultava pari a circa 1.000 miliardi di euro, un valore che si raffronta con i 177 del 1995. Il volume complessivo del risparmio gestito è riconducibile per il 46% a fondi comuni di investimento e sicav, per il 25% sia a gestioni patrimoniali individuali, sia ad assicurazioni vita e per circa il 4% a

fondi pensione. Complessivamente, circa 3.600.000 famiglie investono in fondi comuni di investimento ed in gestioni patrimoniali, oltre 4 milioni in polizze vita.

L'incertezza che ha caratterizzato la più recente evoluzione dei mercati finanziari e la fase di rallentamento ciclico di tutte le principali economie internazionali, che si è avviata dall'inizio del 2001, hanno determinato una interruzione nella ricomposizione dei portafogli finanziari delle famiglie. E' fortemente aumentata la domanda di liquidità degli operatori e si è anche registrato un rallentamento al ricorso ai servizi di gestione.

Alla fine del secondo trimestre del 2002, in particolare, le gestioni patrimoniali individuali e in fondi risultavano pari a poco più di 400 miliardi di euro, manifestando una crescita intorno al 2,5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Il patrimonio netto dei fondi comuni di investimento istituiti da intermediari italiani è diminuito a 457,9 miliardi di euro rispetto ai 485,5 registrati a settembre 2001.

Alla fine del 2001 risultava ancora considerevole la consistenza della ricchezza finanziaria in custodia presso il sistema bancario. Lo stock di titoli in custodia delle famiglie consumatrici e delle imprese individuali risultava pari a 700 miliardi di euro. Era pari a circa 650 nel 1995.

Complessivamente oltre 5 milioni di famiglie italiane detengono titoli in custodia presso le banche.

In sintesi, il risparmio dei cittadini italiani che affluisce agli intermediari finanziari si può ripartire in tre grandi classi: 500 miliardi in depositi bancari; 1000 miliardi affidati in gestione e 700 miliardi investiti direttamente in titoli dagli stessi risparmiatori.

La tutela di questi impieghi del risparmio è molto diversa: per i depositi essa è assicurata da varie forme ormai istituzionalizzate: dalla vigilanza della Banca d'Italia alle garanzie del Fondo di tutela dei depositi. L'assenza di rischi comporta peraltro rendimenti alquanto limitati.

Per i risparmi affidati in gestione e per quelli investiti direttamente dal risparmiatore, il sistema è impostato in modo che i risparmiatori si assumano i rischi connessi con le oscillazioni dei prezzi delle attività finanziarie in cambio della opportunità di ottenere più elevati rendimenti. L'insieme delle regole fissate dal legislatore e dalle

autorità di vigilanza è finalizzato ad assicurare un comportamento trasparente e corretto degli intermediari.

* * *

Accenneremo a due specifici aspetti: le complessità organizzative degli intermediari e la complessità strutturale di molti prodotti finanziari.

Dimensioni adeguate e risultati consistenti in termini di redditività e di remunerazione del capitale costituiscono condizioni indispensabili per confrontarsi con le altre realtà internazionali, non solo per le banche italiane, ma per tutti gli intermediari che operano in Europa. Anche attraverso strategie di concentrazione e, soprattutto, di diversificazione e riorganizzazione del business, con l'allargamento dell'ambito di operatività alla gestione del risparmio e all'*asset allocation*, le banche italiane hanno consolidato la propria posizione.

Questa ristrutturazione, che ha coinvolto anche i maggiori gruppi bancari internazionali, ha puntato alla costruzione di gruppi multi-specialistici, che lasciano però autonomia organizzativa e strategica alle diverse *subsidiaries*. La scelta di architetture organizzative di questo tipo ha consentito in brevissimo tempo agli operatori nazionali di offrire ai risparmiatori una moderna ed efficiente struttura per la gestione del risparmio.

L'assetto dell'industria italiana per la gestione del risparmio, alla fine del 2001, si caratterizza per la presenza di 830 banche, 162 SIM (di cui 66 di emanazione bancaria) e 132 SGR (di cui 86 di emanazione bancaria), l'offerta di 1485 fondi comuni e oltre 40.000 promotori finanziari.

E' stato messo in evidenza che le connessioni tra l'attività di gestione ed altre attività (quali, in particolare, quelle di negoziazione, di emissione e collocamento, di analisi e ricerca, ecc.) possono comportare, di fatto, che la gestione possa essere condizionata dalle relazioni di affari intercorrenti tra i diversi soggetti. In altre parole che il principale problema da regolamentare sia quello del conflitto di interessi.

Il nostro legislatore, sin dal 1991, ha delineato in proposito un corpo di regole seguendo l'approccio più diffuso negli altri principali Paesi e quindi non vietando, tout court, le operazioni, ma prevedendo meccanismi di salvaguardia a protezione del risparmiatore.

Le disposizioni, si basano sulla prescrizione di una informativa preventiva da parte dell'intermediario, che illustri la posizione di conflitto di interessi e sull'acquisizione dell'eventuale autorizzazione da parte della clientela.

L'evoluzione delle strutture organizzative dei grandi intermediari rende però ormai eccessiva la frequenza delle segnalazioni e ciò costituisce un problema perché si attenua, nei riguardi della clientela, la funzione segnaletica prevista dalla norma.

Occorre prendere atto che la configurazione dei gruppi bancari e i meccanismi stessi di produzione e distribuzione dei prodotti e dei servizi finanziari sono ormai profondamente cambiati. Una norma disegnata agli inizi degli anni Novanta stenta ormai ad esplicare i suoi effetti.

Nelle more di una revisione della normativa di riferimento, il sistema bancario ha, comunque, deciso di intervenire mediante lo strumento dell'autoregolamentazione sia nel servizio della gestione sia negli altri servizi di investimento e a tal fine ha avviato uno specifico progetto di autoregolamentazione.

La possibilità di conflitti di interesse è stata in parte neutralizzata dall'attuale assetto dell'industria italiana del risparmio gestito, che si giova di società specializzate nella gestione del risparmio (le SGR), in grado di razionalizzare l'impiego di risorse specialistiche e di massimizzare le possibilità di economie di scala e di assicurare piena indipendenza nelle scelte di investimento.

Le SGR rappresentano ormai una realtà industriale di rilievo, non soltanto per le dimensioni delle masse gestite, ma anche per la struttura organizzativa adottata: è stata ampliata ed arricchita la dotazione di personale, accresciuto l'investimento a sostegno dell'attività di studio e ricerca, innovate le metodologie di controllo del rischio. Ciò ha fatto sì che, sebbene siano strutture relativamente giovani rispetto alle *management company* esistenti in altri Paesi, le SGR abbiano conseguito *performance* in linea con quelle dei concorrenti europei e non.

* * *

L'impiego del risparmio risente, in tutto il mondo, di un altro fattore, i cui effetti sulle relazioni intermediario-cliente non sono forse stati adeguatamente vagliati: la complessità degli strumenti finan-

ziari. Ogni giorno si costruiscono nuovi strumenti i cui rendimenti vengono collegati ad eventi particolari, attraverso meccanismi che ne amplificano o riducono il valore.

La complessità è il risultato del processo di innovazione e specializzazione finanziaria, negli ultimi anni sempre più rapido, sostenuto anche dalla domanda degli investitori alla ricerca di rendimenti superiori a quelli promessi dai titoli di Stato: basti considerare i *covered warrant*, il cui mercato in Italia raggiunge per volumi il secondo posto in Europa, le *asset back securities*, i titoli subordinati, i titoli strutturati e i prodotti derivati. Limitandosi ai profili quantitativi, è sufficiente segnalare che presso l'anagrafe dell'Ufficio Italiano Cambi risultano censiti oltre 56.000 titoli di debito italiani ed esteri e che i fondi comuni di investimento ammontano ad oltre 1000.

La percezione della rischiosità di taluni strumenti finanziari risulta ancora parziale per molti risparmiatori e solo la gestione svolta da intermediari abilitati può risolvere questo problema.

Questa situazione è di difficile gestione soprattutto nel caso in cui il risparmiatore decida in via autonoma i propri investimenti, senza averne compreso sino in fondo i profili di rischio. Ciò, peraltro, non accade per chi affida il proprio risparmio ad un gestore, il quale conosce e sa valutare i rischi degli strumenti finanziari.

* * *

Per la verità, il legislatore si è preoccupato di tutelare anche il risparmiatore che decide di operare da solo imponendo una serie di obblighi all'intermediario al quale si rivolge.

In primo luogo, l'intermediario, prima dell'inizio della prestazione di servizi di investimento, deve consegnare ai risparmiatori un documento, predisposto dalla CONSOB, sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari; in secondo luogo, deve valutare l'adeguatezza dell'operazione richiesta, sulla base delle informazioni che il risparmiatore stesso dovrebbe avergli fornito (patrimonio, prospettive di investimento, propensione al rischio, previsione delle uscite,) e nel caso in cui l'operazione sia considerata inadeguata, segnalarlo al risparmiatore medesimo.

Recenti esperienze dimostrano, tuttavia, che ciò non è bastato. Le segnalazioni di inadeguatezza sono molto frequenti. Ciò è sovente causato dalla scarsità delle informazioni fornite dal cliente sulla propria situazione finanziaria e patrimoniale. In assenza di informazioni corrette l'intermediario tende a considerare l'investitore come soggetto inesperto e poco propenso al rischio, i cui investimenti devono essere improntati alla massima prudenza.

Ne segue che la segnalazione di inadeguatezza si fa oltremodo frequente e ciò spinge il risparmiatore a sottovalutarne il significato e quindi a richiedere comunque l'esecuzione dell'operazione.

D'altra parte, la stessa CONSOB è orientata – e a noi pare di poter condividere la tesi – a ritenere che, in assenza di informazioni da parte del cliente, l'intermediario sia tenuto a comportarsi “come se il patrimonio del cliente stesso sia esclusivamente costituito dai valori che l'intermediario ha ricevuto per l'esecuzione delle operazioni”. Nel caso di un cliente “non conoscibile”, è necessario dunque adottare la massima prudenza.

Il meccanismo ideato dal legislatore diviene quindi mero adempimento e non aiuta ad orientare né a responsabilizzare le scelte del risparmiatore.

I risparmiatori hanno la sensazione che l'assistenza alla negoziazione sia da considerarsi alla pari della consulenza professionale: la consulenza invece deve essere un servizio a sé stante, che deve essere richiesto dal cliente e appositamente contrattualizzato. La consulenza si sostanzia nella predisposizione di una strategia, di una pianificazione generale e sistematica del portafoglio finanziario del cliente, obiettivo che presuppone una forte personalizzazione del rapporto e la piena collaborazione del cliente nell'esplicitare o nel chiarire all'intermediario le caratteristiche della propria situazione finanziaria e le proprie aspettative nei confronti dell'investimento.

Sono queste circostanze e ambiguità che vanno comunque risolte, onde se ne avvantaggi il rapporto fra i risparmiatori e l'intermediario. Una via che intendiamo percorrere è quella di aiutare la clientela a divenire maggiormente consapevole dei rischi e, quindi, della difficoltà delle scelte di investimento.

A questo fine, abbiamo avviato un'iniziativa, in fase di avanzata definizione, volta a segmentare gli strumenti finanziari in classi di

complessità finanziaria e rischiosità omogenee che siano facilmente distinguibili da qualunque risparmiatore.

Una simile operazione presuppone la riclassificazione di migliaia di strumenti finanziari in circolazione, sulla base di metodologie di misurazione del rischio consolidate nella pratica internazionale. Si tratta di un impegno di rilievo in capitale umano e finanziario, che le banche intendono affrontare. Il risultato positivo di tanti sforzi non tarderà ad essere avvertito dai risparmiatori italiani.

Questa iniziativa, poi, si inserisce nel quadro di un più ampio ventaglio di azioni volto a:

- organizzare, a livello di sistema, una campagna “educativa” nei riguardi della clientela per accrescerne la cultura finanziaria e facilitare quindi la comprensione dei rischi;
- attuare, a livello di singolo intermediario, programmi di professionalizzazione del personale bancario che ha rapporti con la clientela, collegando la complessità dello strumento finanziario offerto al cliente con il grado di professionalità raggiunto dal personale;
- implementare e pubblicizzare, a livello di sistema, le iniziative di autoregolamentazione nel campo dei servizi di investimento.

Sotto quest’ultimo punto di vista, vorrei cogliere l’occasione per annunciare che proprio in questi giorni è stata approvata una iniziativa di autoregolamentazione, che riguarda uno strumento particolarmente diffuso, ossia le obbligazioni strutturate. In base a questa autoregolamentazione, coloro che vendono obbligazioni strutturate dovranno fornire alla clientela specifiche avvertenze sui rischi dello strumento, consegnare documentazioni informative di più semplice comprensione, mettere a disposizione un glossario sui termini maggiormente utilizzati nei documenti informativi.

Siamo convinti che queste iniziative sapranno soddisfare le esigenze della clientela, condurla a più consapevoli valutazioni di rischi/benefici, migliorare la qualità dei rapporti fra banche e investitori.

Mario Baldassarri

Vice Ministro dell'Economia e delle Finanze

Signor Presidente Giuseppe Guzzetti, Signor Presidente Maurizio Sella, Signor Governatore Antonio Fazio, Signore e Signori.

La Giornata Mondiale del Risparmio ormai da diversi decenni è un appuntamento fisso per una riflessione profonda che ogni anno avviene sul ruolo del risparmio e sul ruolo dei mercati finanziari nel mondo e nel nostro paese.

Quest'anno è stato scelto l'argomento dell'etica del risparmio e della tutela del cittadino e finora, negli interventi che mi hanno preceduto, come è giusto che sia, si è data una lettura di questi argomenti dal punto di vista dell'impiego finanziario del risparmio perché questo evidentemente riguarda prevalentemente la responsabilità degli intermediari e degli operatori. E da questo punto di vista l'impiego finanziario del risparmio deve certamente garantire efficienza e sicurezza attraverso lo strumento della trasparenza e della completezza delle informazioni.

Ma proprio perché in un sistema efficiente occorre che le responsabilità siano definite con chiarezza ai diversi operatori, vorrei qui offrire una riflessione che riguarda prevalentemente in generale la responsabilità di governo. Una lettura cioè dell'etica del risparmio e della tutela del cittadino dal punto di vista della formazione reale del risparmio. Perché certamente è rilevante assicurare il più efficiente, il più certo e il più trasparente impiego del risparmio con una molteplicità di strumenti che il mercato e gli operatori riescono a costruire e a inventare come ha appena annunciato il Presidente Sella riferendosi a un caso specifico. E' forse responsabilità della politica, della "policy" e del governo quella di garantire condizioni di funzionamento del sistema economico che facciano formare il risparmio.

Non possiamo interpretare il risparmio come una quantità fissa rispetto alla quale poi l'opera di intermediazione garantisce la migliore allocazione, il migliore efficiente impiego del risparmio e quindi anche la maggiore sicurezza.

Quindi in questo senso c'è un'etica del risparmio ed una tutela del cittadino che può essere riletta da quest'altro punto di vista: cioè garantire che il sistema economico funzioni in modo tale che si possa formare risparmio a livello macro-economico di sistema e garantire a livello micro la tutela del cittadino, la condizione per la

quale il cittadino riesca a fare risparmio.

Alcune riflessioni su questo aspetto, la formazione reale del risparmio.

Certamente il primo punto è ricordare che non è il risparmio che fa sviluppo, ma è lo sviluppo che fa il risparmio e su questa relazione interviene pesantemente l'andamento della demografia.

Da questo punto di vista io credo che è doveroso sottolineare una contraddizione, anzi due contraddizioni che il continente europeo e in parte l'Italia, parte integrante di questo continente europeo, sta vivendo.

Da un lato abbiamo costruito un importante processo di integrazione monetaria, abbiamo in prospettiva un importante processo di allargamento dell'Unione Europea, ma forse non è ancora ben chiaro perché si è costruito il processo di integrazione monetaria.

Processo di integrazione monetaria che ha portato alla costruzione della moneta unica, all'individuazione di responsabilità ben definite assegnate alla Banca Centrale Europea dal sistema europeo delle banche centrali. A cui spetta il compito di garantire la stabilità monetaria e parallelamente, proprio per raggiungere le condizioni necessarie per l'integrazione e l'unificazione monetaria, si sono dettate delle regole sul fronte della politica di bilancio e quindi sul fronte delle responsabilità dei governi che ancora oggi - e forse per tempi non brevi - continueranno ad essere largamente governi nazionali. Abbiamo chiamato questo, prima Patto di Maastricht e poi Patto di Stabilità.

E allora in questo contesto la responsabilità dei governi di costruire condizioni di crescita, di sviluppo dalle quali dipende la condizione sia macro che micro della formazione del risparmio, forse queste condizioni vanno un po' più a fondo capite. Perché qualcuno ha parlato, negli ultimi anni e negli ultimi tempi, quasi della morte della politica economica. Perché se la politica monetaria è assegnata ad un'istituzione indipendente che sta a Francoforte e la politica di bilancio è soggetta al vincolo dell'equilibrio di bilancio, ai parametri dettati dal patto di stabilità pur nella ragionevole interpretazione di questi parametri alla luce dell'andamento economico come è avvenuto in questi ultimi mesi.

Ma in queste condizioni qualcuno ha detto non ci sono gli spazi per

fare la politica economica.

Ecco, la riflessione che vorrei proporvi è che è vero esattamente l'opposto, perché chi afferma che non ci sono più gli spazi per la politica economica dovrebbe esplicitare che implicherebbe affermare che la vera politica economica era quella possibile in condizioni di inflazione, di deficit pubblico e di svalutazione della moneta.

Io non credo che questa sia l'interpretazione più corretta: la vera politica economica è quella che assegna le responsabilità della politica, le decisioni da prendere con trasparenza di fronte ai cittadini. Ma in condizioni di equilibrio di finanza pubblica, stabilità dei prezzi, stabilità di cambio.

Ecco, da questo punto di vista l'Europa credo - e in parte l'Italia - vive questa contraddizione proprio perché se queste sono le condizioni che ci siamo costruiti con difficoltà nella seconda metà degli anni Novanta allora queste condizioni implicano la conseguenza di profonde riforme strutturali da adottare in Europa e in Italia per creare le condizioni di sviluppo nella stabilità. Visto che forse abbiamo sperimentato nel passato recente o remoto che non sempre le condizioni di sviluppo solido possono essere create accettando l'instabilità monetaria della finanza pubblica e del tasso di cambio.

Ci sono due conseguenze da questo punto di vista, la prima conseguenza è che senza queste riforme strutturali l'Europa vive una condizione quasi paradossale. E' un continente che vede ancora oggi un'alta formazione del risparmio che è servita, soprattutto nel decennio passato, a finanziare un fortissimo sviluppo ma da un'altra parte del mondo. Il risparmio europeo ha in gran parte finanziato lo sviluppo dell'area nord americana.

Questa è una contraddizione, un paradosso, che fa parte di una lettura dell'economia internazionale. Ovviamente possono esserci dei momenti ciclici in cui il risparmio si muove da una parte all'altra del mondo. Anzi Questo fenomeno garantito dalla libertà dei movimenti di capitale forse è garanzia di maggiore efficienza nell'allocazione delle risorse. Ma dovremmo riflettere un po' più a fondo se questo non è un ciclo, ma è un fatto quasi strutturale e permanente che dura da molti anni.

E così dall'altra parte. Bisogna però chiedersi se il bene della stabilità monetaria, che è certamente un bene collettivo, debba essere

perseguito soltanto attraverso lo strumento diretto della politica monetaria o non debba essere perseguito anche con strumenti che determinano maggiore crescita e maggiore sviluppo.

La stabilità monetaria non dipende soltanto dai tassi di interesse, dipende anche dalle aspettative di crescita dell'economia, come dimostrano le esperienze dell'andamento del cambio dollaro/euro negli ultimi anni.

Una conseguenza esterna, certo; ma che offre la necessità di riflettere più a fondo sul posizionamento del continente europeo in questo momento, storico nella transizione europea.

C'è poi una conseguenza interna che però è una radice strutturale. Per tradizione in Italia abbiamo avuto una propensione al risparmio più alta di altri paesi, anche se nei decenni passati era fortemente ridimensionata dal risparmio negativo prodotto dal bilancio della Pubblica Amministrazione, cosa che fortunatamente negli ultimi anni, data l'opera di riequilibrio finanziario strutturale sul bilancio pubblico, al di là poi dei cicli e degli impatti e dei cicli economici è rallentata. Ma un continente che ha una forte capacità di risparmio a livello individuale e collettivo, ha introdotto un sistema che impedisce il triangolo virtuoso che trasforma il risparmio in investimento e l'investimento in sviluppo. E alla fine lo sviluppo determina maggiori opportunità per il sistema economico nel suo complesso, ma significa anche più garanzie, più tutela a livello microindividuale per il cittadino, e che vede attraverso il risparmio l'ottimizzazione del proprio ciclo vitale e la garanzia e la tutela soprattutto nella parte finale del proprio ciclo vitale.

In questo triangolo virtuoso noi abbiamo eliminato un vertice e ci siamo limitati alla base del triangolo. Perché in gran parte questo risparmio viene prodotto dal risparmio che i cittadini fanno attraverso il sistema pensionistico, avendo introdotto il sistema a ripartizione è trasformato direttamente in consumi delle classi più anziane della popolazione.

E' certamente un elemento di medio-lungo periodo, strutturale, non è un'emergenza ma è un'emergenza nel senso di capire che questi fenomeni hanno soluzioni di medio e lungo periodo serie. E questa è l'altra conseguenza sul piano interno del sistema economico dell'Europa continentale dove certamente c'è un enorme trasferi-

mento intergenerazionale. Ma questo trasferimento intergenerazionale data la sovrapposizione della demografia, può determinare il totale sgonfiamento di quello che può essere il triangolo virtuoso risparmio, investimento, sviluppo, certezza macro del sistema economico, certezza micro del cittadino e all'individuo.

Ecco, queste sono alcune piccole riflessioni credo complementari alle riflessioni più articolate, più analitiche che mi hanno preceduto, che riguardavano prevalentemente l'impiego del risparmio. La complementarietà sta nel fatto che non dobbiamo dimenticarci la responsabilità prevalentemente della politica della formazione del risparmio e della necessità di garantire al sistema condizioni di crescita. E date le condizioni di stabilità che l'Europa si è autonomamente e responsabilmente costruita nella seconda metà degli anni Novanta, occorre essere consapevoli delle conseguenze e delle implicazioni in termini di riforme strutturali necessarie, se la politica monetaria deve garantire la stabilità monetaria, se il bilancio pubblico dev'essere in condizioni mediamente di equilibrio. Credo è importante la precisazione che è avvenuta in questi ultimi mesi in sede europea circa la definizione del *close to balance* e dell' *output gap*. Cioè dell'interpretazione da buon padre di famiglia, di buon senso dell'azzeramento del deficit. Senza cadere nel rischio da una parte di un'interpretazione aritmetica dei parametri del patto di stabilità, né cadere dall'altra parte nel rischio del ritorno a condizioni di non controllo dell'equilibrio finanziario, della finanza pubblica. In queste condizioni, però, la prima conseguenza che deve porsi alla responsabilità collettiva (ma anche alla responsabilità specifica della politica) è chiedersi come pesano queste scelte, nella composizione, nella qualità, nella quantità della spesa pubblica, da una parte, e del prelievo fiscale, dall'altra, sul sistema economico. E cioè come l'opera d'intermediazione del bilancio pubblico dev'essere riverificata alla luce dell'opera che lo stesso bilancio pubblico determina sulle condizioni di crescita e di sviluppo.

Per quel che riguarda il dibattito in Italia, e gli impegni di questo governo, la logica della politica economica non può che essere riforme strutturali che portino alla riduzione della pressione fiscale, al contenimento della spesa corrente, all'aumento degli investimenti pubblici in capitale fisico e in capitale umano. Quindi formazione,

innovazione e ricerca agendo collateralmente sul piano micro economico sulle due grandi colonne di appoggio, basi di appoggio che sono da un lato il mercato del lavoro e il mercato dei beni. Per garantire al mercato del lavoro più opportunità attraverso più flessibilità e per garantire sul mercato dei beni più competizione, più liberalizzazione e quindi alla fine beni e servizi in quantità maggiore, qualità migliore, prezzi più contenuti per gli utenti finali.

Io credo che la combinazione tra la lettura finanziaria e la lettura reale sul risparmio possa essere oggetto di attenta e forse anche necessaria riflessione.

Chiudo con una piccola nota. Rimane pur sempre responsabilità della politica e del governo di indicare le regole di funzionamento sui mercati finanziari, le regole di trasparenza, le regole di perfetta informazione e anche le regole di governance che determinano questi risultati positivi. Che sono un bene collettivo oltre che a essere un bene privato e individuale per qualunque risparmiatore che sulla formazione e l'impiego del proprio risparmio cerca di ottimizzare e mediamente elevare il proprio tenore di vita nell'arco intero del suo ciclo vitale. Grazie.

Antonio Fazio

Governatore della Banca d'Italia

Fatti uguali a 100 i valori di borsa all'inizio del 1995, nell'agosto del 2000 l'indice Standard & Poor's 500 era salito a 330. Gli indici europei erano giunti a 316 in Germania, a 323 in Italia, a 352 in Francia. Nella giornata di ieri gli indici erano discesi a 194 negli Stati Uniti, 164 in Francia, 169 in Italia, 143 in Germania.

Il ridimensionamento dei corsi prendeva avvio nel marzo 2000 nel comparto dei titoli tecnologici e procedeva con forte intensità. L'indice Nasdaq vale ora un quarto della quotazione raggiunta nella primavera del 2000. Più rapido era stato l'aumento e più ampia è stata la caduta per i titoli tecnologici in Europa.

Il deprezzamento del complesso dei titoli azionari dal settembre 2000 è pari al 46 per cento in Italia e al 41 negli Stati Uniti.

Le tensioni emerse nel quadro politico internazionale, il diffondersi di timori sulla veridicità dei bilanci delle società quotate e la debolezza del ciclo economico hanno innalzato in misura considerevole il premio per il rischio richiesto dagli operatori, con un conseguente ribasso dei prezzi delle azioni.

Il rapporto tra capitalizzazione e utili, il cosiddetto *price-earnings ratio*, è attualmente di circa 22 negli Stati Uniti, 16 in Italia, 12 in Francia, 11 in Germania. Per i paesi europei questi livelli sono inferiori ai valori medi di lungo periodo; negli Stati Uniti il rapporto rimane lievemente al di sopra della media, in relazione al più basso livello dei tassi reali e alle più elevate aspettative di crescita dell'economia nel lungo periodo.

Nella primavera del 2000 ebbi occasione di sottolineare che il rapporto *price-earnings* aveva raggiunto nei principali paesi valori storicamente molto elevati, ben oltre gli usuali margini di oscillazione. Avvertimmo che, in diversi comparti, i corsi azionari scontavano tassi di crescita degli utili societari non compatibili con le condizioni di fondo dell'economia.

Alla luce dei dati macroeconomici, la sopravvalutazione dei corsi appare oggi riassorbita. In molti settori, in Europa ma anche negli Stati Uniti, i prezzi dei titoli azionari risultano sostanzialmente in linea con le potenzialità di sviluppo delle imprese, con la loro capacità di generare flussi di profitti adeguati a remunerare il capitale di rischio.

1. L'economia internazionale e la finanza

La rapida ascesa dei corsi azionari era iniziata negli Stati Uniti alla metà degli anni novanta, in una fase caratterizzata da una sostenuta espansione degli investimenti produttivi, da inflazione contenuta, da liquidità abbondante. Le opportunità di diversificazione del portafoglio, rese possibili dall'affinamento delle tecniche finanziarie di gestione del rischio e dal maggior ricorso dei risparmiatori a intermediari operanti su scala internazionale, determinavano una riduzione dei premi richiesti per l'investimento in borsa.

Dalla diffusione nel sistema economico delle nuove tecnologie derivava un forte impulso alla crescita della produttività delle imprese. I profitti aumentavano più rapidamente del prodotto interno lordo. L'occupazione segnava una continua espansione. Il basso costo del capitale favoriva le operazioni di fusione e acquisizione.

Nella seconda metà del 2000 la lunga fase espansiva dell'economia degli Stati Uniti perdeva vigore, risentendo del rallentamento del processo di accumulazione; vi contribuiva il rialzo del prezzo del petrolio. La debolezza del ciclo economico statunitense si accentuava nel 2001, estendendosi rapidamente a tutte le aree del mondo.

L'allentamento delle condizioni monetarie, avviato dalla Riserva federale sin dai primi giorni del 2001, e il piano di sgravi fiscali determinavano, già nel corso dell'estate, la stabilizzazione dell'attività produttiva.

Gli attentati terroristici dell'11 settembre creavano un clima di elevata incertezza.

La pronta risposta della politica monetaria e di quella di bilancio forniva, data la flessibilità nell'utilizzo dei fattori produttivi, un impulso rilevante all'economia e contribuiva a risollevare il clima di fiducia.

La riduzione dei tassi di riferimento attuata dalla Riserva federale tra la fine del 2000 e oggi è stata di 4,75 punti percentuali, dal 6,50 all'1,75 per cento. Gli ampi avanzi e il livello contenuto del debito consentivano di imprimere un orientamento decisamente espansivo alla politica di bilancio.

Nel quarto trimestre del 2001 il prodotto tornava a crescere, al ritmo annuo del 2,7 per cento. La ripresa si è rafforzata nel primo trimestre di quest'anno. Il tasso di incremento del prodotto è salito al 5

per cento. La caduta degli investimenti si è pressoché arrestata. Nel secondo trimestre la crescita del prodotto è stata soltanto dell'1,3 per cento, risentendo di un peggioramento del clima di fiducia da ricondurre a timori di nuovi attentati terroristici. Nel contesto di una spesa per investimenti stazionaria, quella per i beni ad alta tecnologia ha accelerato.

Nei bilanci delle famiglie l'aumento del valore degli immobili, pari a circa 1.650 miliardi di dollari tra l'inizio del 2001 e la metà dell'anno in corso, ha compensato in parte la riduzione, per 2.950 miliardi, della ricchezza finanziaria.

La ricchezza azionaria è concentrata nelle fasce di reddito più elevato; le perdite di valore influenzano con lentezza le decisioni di spesa. L'aumento della ricchezza immobiliare determina impulsi intensi sui consumi, in relazione alla maggiore diffusione della proprietà e alla minore variabilità dei prezzi delle abitazioni.

Il calo dei tassi di interesse e l'aumento del valore degli immobili dati in garanzia hanno consentito alle famiglie di ottenere nuovi finanziamenti. Alla metà dell'anno in corso il debito delle famiglie ha raggiunto valori assai elevati, pari al 95 per cento del reddito disponibile.

Gli elementi di flessibilità presenti in quell'economia hanno consentito di mantenere alta la crescita della produttività del lavoro nel corso della recessione del 2001 e di conseguire un forte innalzamento nella fase di ripresa. Nel primo semestre dell'anno in corso, nel settore privato, esclusa l'agricoltura, la produttività è aumentata, su base annua, del 6,5 per cento rispetto al periodo precedente; ne è derivata una significativa riduzione, pari al 3,3 per cento, del costo del lavoro per unità di prodotto.

L'occupazione dipendente, nel comparto non agricolo, dall'ottobre del 2001 ha registrato una continua diminuzione fino all'aprile dell'anno in corso; l'andamento è risultato incerto negli ultimi mesi. L'inflazione di fondo è diminuita. I profitti nel primo semestre del 2002 sono aumentati del 25,5 per cento rispetto al semestre precedente.

Nei mesi più recenti ai riflessi indotti sull'attività produttiva dalla perdita di valore delle azioni si sono aggiunti quelli determinati dall'accentuarsi dell'incertezza, in presenza di nuove tensioni politiche internazionali. Si è tuttavia registrata una buona ripresa dei consumi che ha impresso una accelerazione al prodotto nel terzo trimestre; nel quarto

si prefigura una flessione nel ritmo di crescita della produzione. Il sistema finanziario internazionale e gli intermediari, in primo luogo quelli degli Stati Uniti, hanno fronteggiato le conseguenze derivanti dal deprezzamento della ricchezza azionaria, dalla crisi di paesi dell'America latina, dalla decelerazione dell'attività economica.

In Giappone permangono le difficoltà del sistema bancario. Alla metà di settembre la Banca centrale ha manifestato l'intenzione di acquistare titoli azionari detenuti dalle banche al fine di contenere la possibilità di ulteriori cadute dei corsi. Il governo ha elaborato un piano volto ad affrontare il problema dei crediti inesigibili delle banche.

Alcuni grandi intermediari tedeschi hanno subito i contraccolpi del rallentamento della loro economia.

Nel complesso i sistemi bancari dei maggiori paesi sono stati in grado di assorbire nei loro bilanci gli effetti negativi della congiuntura, grazie alla riorganizzazione delle strutture operative e al rafforzamento patrimoniale realizzati durante la seconda parte degli anni novanta. Il sistema bancario italiano ha tratto vigore dalla profonda trasformazione in atto dalla metà dello scorso decennio.

Lo sviluppo del mercato dei titoli derivati ha ampliato le opportunità di copertura dei rischi, riducendone il costo. Tra il 1990 e il 2001 il valore nozionale dei derivati scambiati sul mercato globale è salito dal 18 al 111 per cento del prodotto dei sette maggiori paesi.

Particolarmente significativa è stata l'espansione del mercato dei derivati a copertura dei rischi di credito. Il rischio risulta ora distribuito tra una pluralità di operatori, nazionali e internazionali, anche in connessione con il crescente rilievo di investitori istituzionali con passività a lungo termine valutate ai prezzi di mercato.

Ma l'elevata leva finanziaria consentita dal ricorso agli strumenti derivati ha favorito anche il costituirsi di posizioni altamente speculative. Queste possono aver contribuito, durante gli anni di sostenuta crescita, alla sopravvalutazione dei corsi azionari. Allo stesso modo hanno certamente concorso alla rapida contrazione dei prezzi.

Il frazionamento del rischio può favorire una eccessiva espansione del credito a determinati settori o paesi. I singoli intermediari, non solo i maggiori e quelli più internazionalizzati, debbono sempre valutare accuratamente la redditività di ciascuna operazione.

Stiamo rafforzando, sia in ambito nazionale sia nelle sedi internazionali, l'azione diretta ad ampliare l'informazione sull'entità dei rischi acquisiti dalle banche per il tramite degli strumenti derivati. Saranno richieste una maggiore trasparenza e una più articolata informazione nei bilanci sulle posizioni di rischio assunte sui mercati. Sono in discussione a livello internazionale iniziative volte a rilevare gli affidamenti bancari a intermediari che operano con finalità speculative, quali gli *hedge funds*.

Dell'espansione del commercio mondiale, indotta dall'accelerazione delle importazioni degli Stati Uniti nella prima parte dell'anno in corso, hanno beneficiato soprattutto il Canada, il Messico, e i paesi asiatici di nuova industrializzazione. In questi ultimi l'impulso proveniente dal settore estero si è rapidamente trasmesso alla domanda interna.

Si è ulteriormente indebolita negli ultimi mesi l'economia del Giappone. In Argentina la situazione economica e finanziaria resta precaria. Dall'estate, su alcune economie emergenti hanno pesantemente influito le incertezze politiche; le condizioni di accesso ai mercati finanziari sono divenute molto onerose e i tassi di cambio si sono deprezzati in misura significativa.

Nei grandi paesi dell'Asia, Cina e India, l'attività produttiva ha continuato a espandersi a ritmi elevati; per l'anno in corso si prevedono tassi di sviluppo rispettivamente del 7,5 e del 5,0 per cento.

In Europa, dopo gli eventi dell'11 settembre, il Consiglio direttivo della Banca centrale ha proceduto a ridurre i tassi ufficiali; l'entità della diminuzione è stata contenuta in connessione con il riaffacciarsi di tensioni sui prezzi.

Nei più grandi paesi dell'area, data la situazione delle finanze pubbliche, il sostegno dell'economia è rimasto affidato all'operare degli stabilizzatori automatici. Sgravi fiscali decisi negli anni precedenti, ai quali non hanno fatto riscontro azioni adeguate di contenimento della spesa, hanno condotto al peggioramento dei saldi di bilancio. Non si è realizzata la ripresa prefigurata alla fine dello scorso anno dai principali organismi internazionali, in connessione con il miglioramento dei livelli di attività negli Stati Uniti. Il superamento della fase di ristagno iniziata nel secondo semestre del 2001 procede con

lentezza. Pesano sulle economie europee rigidità strutturali; ritardi nella diffusione delle nuove tecnologie e delle attività innovative; condizioni poco favorevoli all'espansione degli investimenti.

Gli investimenti fissi lordi si sono ridotti nel primo semestre del 2,6 per cento su base annua rispetto alla seconda metà del 2001. La spesa delle famiglie nel complesso dell'area è rimasta stazionaria. In Francia e in Spagna i consumi hanno continuato a crescere, ma in Germania sono ancora diminuiti, dell'1,6 per cento.

Le esportazioni non sono aumentate rispetto al semestre precedente, segnalando problemi di competitività per l'area nel suo complesso. La variazione nei dodici mesi dei prezzi al consumo, salita al 2,7 per cento nello scorso gennaio, è scesa all'1,8 in giugno, per poi tornare al 2,1 in settembre. L'inflazione di fondo, in rialzo nell'ultimo biennio per effetto del rincaro degli input importati, si è attestata dall'inizio dell'anno sul 2,5 per cento.

L'attività produttiva nell'ultima parte dell'anno in corso dovrebbe continuare a espandersi ai ritmi del primo semestre. Secondo le più recenti previsioni degli organismi internazionali la crescita del prodotto interno non raggiungerà nell'anno l'1 per cento.

2. L'economia italiana

In Italia il prodotto è stato sostenuto nel primo semestre di quest'anno unicamente dalla ricostituzione delle scorte. L'occupazione ha continuato a crescere per effetto degli impulsi derivanti dalle agevolazioni fiscali e contributive e degli elementi di flessibilità introdotti negli ultimi anni.

Nel primo semestre, a fronte di una crescita del commercio mondiale valutabile nel 4,2 per cento su base annua, le esportazioni italiane di beni e servizi sono diminuite del 2,4. Le esportazioni della Francia e della Germania sono aumentate nello stesso periodo di circa il 2 per cento.

Il perdurare della perdita di quote di mercato delle esportazioni italiane riflette l'operare di fattori di natura strutturale: la scarsa presenza nei settori produttivi a più alto contenuto tecnologico; un abbassamento del tasso di crescita della produttività del lavoro rispetto sia ai decenni passati sia alle altre economie avanzate; la

concorrenza crescente dei paesi emergenti anche nei beni a media e a bassa tecnologia.

La caduta delle esportazioni italiane è risultata, su base annua, di quasi il 10 per cento nel primo trimestre rispetto al precedente; nel secondo, si è manifestato un recupero, associato ai segnali di ripresa nel livello di attività dei paesi europei.

I consumi delle famiglie hanno continuato a diminuire per il secondo semestre consecutivo, rispecchiando la modesta evoluzione del reddito disponibile e la prolungata flessione del clima di fiducia. In una fase di incertezza, la riduzione degli acquisti ha riguardato i beni di consumo durevole.

Nella nostra economia l'effetto esercitato dalla caduta dei corsi azionari sui consumi è contenuto, in relazione alla bassa incidenza delle azioni sulla ricchezza complessiva delle famiglie, composta per oltre quattro quinti da immobili. Tra la prima metà del 2000 e quella di quest'anno la rivalutazione delle abitazioni è stata del 12,8 per cento in termini reali.

L'impatto sui prezzi del passaggio all'euro risulta nel complesso limitato. È stato maggiore per i beni e i servizi che sono di più frequente consumo, come i prodotti forniti dai pubblici esercizi, in particolare quelli alimentari. In una fase di crescita modesta del prodotto, l'incidenza sui consumi non è stata trascurabile.

La caduta dell'accumulazione nel primo semestre è stata pari al 5,8 per cento su base annua rispetto ai sei mesi precedenti. Vi hanno contribuito tutti i comparti tranne quello dell'edilizia residenziale. Gli investimenti diversi dalle costruzioni sono diminuiti dell'8,7 per cento in ragione annua; quelli in costruzioni non residenziali del 4,5 per cento. L'indagine congiunturale sugli investimenti condotta in settembre dalla Banca d'Italia su un campione di imprese industriali e dei servizi evidenzia un contenimento delle spese in beni capitali rispetto a quelle programmate all'inizio dell'anno.

Una analisi svolta dalle nostre Filiali presso un campione di imprese di costruzioni pone in luce come il valore delle opere pubbliche realizzate abbia subito una flessione nella prima parte dell'anno; ha ripreso a crescere nella seconda, riportandosi sul livello raggiunto nell'ultima parte del 2001. Anche a seguito dell'impulso impresso dalle Amministrazioni e dell'avvio dei lavori per alcune grandi

opere infrastrutturali, l'attività dovrebbe intensificarsi nel corso del 2003, contribuendo al sostegno della domanda globale e alla ripresa dell'attività produttiva.

La perdita di quote di mercato registrata dalla nostra produzione negli ultimi anni è riconducibile in misura non secondaria alle difficoltà dell'industria automobilistica; questa ha subito un ridimensionamento delle proprie quote anche sul mercato interno.

Un grande gruppo industriale è patrimonio comune. È interesse di tutti che sia salvaguardato; che possa guadagnare competitività attraverso un rilancio degli investimenti in ricerca e innovazione.

Nel rispetto della normativa di Vigilanza, di derivazione comunitaria, volta a limitare la concentrazione dei rischi, le banche hanno operato, nell'ambito della propria autonomia, scelte di impiego nei confronti del gruppo Fiat sulla base di valutazioni relative ai programmi industriali e finanziari.

L'emergere di difficoltà gestionali è stato oggetto di esame approfondito da parte delle stesse banche. Nello scorso maggio è stato definito un programma volto al risanamento della situazione finanziaria del gruppo, attraverso la cessione di attività e il consolidamento di debiti a breve termine. Il volume dei prestiti è correlato al valore delle attività del gruppo. Un rilancio della produzione, avendo un respiro strategico, richiederà l'apporto di nuovi finanziatori, di nuovi capitali.

3. Il sistema bancario

Le banche, nel difficile contesto congiunturale, hanno sostenuto la nostra economia, espandendo i finanziamenti a famiglie e imprese a un ritmo superiore a quello del reddito: il tasso di crescita dei prestiti concessi a residenti è stato del 5,7 per cento nei dodici mesi terminanti in settembre.

I crediti alle imprese sono aumentati del 5 per cento, riflettendo la debolezza dell'attività di investimento e il venire meno della domanda connessa con operazioni di finanza straordinaria. La crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta assai sostenuta; nel primo semestre del 2002 sono stati erogati nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni per 17 miliardi di euro, quasi il 25 per cento in più rispetto allo stesso periodo del 2001. Anche l'espansione del credito al

consumo concesso dalle banche è risultata molto elevata, superiore al 15 per cento.

I tassi di interesse sui prestiti a breve termine nei primi nove mesi dell'anno si sono ancora lievemente ridotti, al 5,8 per cento; quelli sulle scadenze più lunghe sono rimasti sostanzialmente stabili; attualmente si collocano al 4,8 per cento per le imprese e al 5,8 per le famiglie.

Anche per le imprese di minore dimensione e per quelle del Mezzogiorno, le condizioni di accesso al credito sono rimaste favorevoli. Non si manifestano tensioni nell'offerta.

Il divario tra il tasso medio e il tasso minimo sui prestiti, che si amplia nelle fasi di restrizione dell'offerta di credito, è rimasto stabile.

Si rifletteranno sui bilanci gli accantonamenti e le rettifiche connessi con l'esposizione nei confronti dell'America latina e di importanti imprese internazionali. La diminuzione di utili dovrebbe essere limitata all'anno in corso. La redditività del capitale e delle riserve nel primo semestre del 2002 è stata del 7,2 per cento, a fronte del 12,4 nella prima parte del 2001.

Vanno tenuti sotto controllo i costi operativi, che hanno segnato un sensibile incremento nell'ultimo biennio.

Rispetto a dieci anni fa il sistema bancario presenta caratteristiche di efficienza e di solidità notevolmente migliorate. All'inizio degli anni novanta esso si componeva di un ampio numero di aziende di dimensione insufficiente a sviluppare economie di costo e a realizzare i massicci investimenti necessari per lo sviluppo dei servizi innovativi.

Le privatizzazioni e la crescente competizione derivante dall'azione svolta a tutela della concorrenza, dall'integrazione dei mercati finanziari e dalle riforme normative hanno stimolato l'attenzione verso il rendimento del capitale bancario; hanno favorito il perseguimento di più ampie dimensioni aziendali.

I gruppi creditizi sono ora in grado di operare su tutti i segmenti dell'intermediazione, offrendo servizi a elevato valore aggiunto; la quota delle attività bancarie complessive che fa capo ai primi cinque gruppi è salita al 54 per cento, a fronte di circa un terzo alla metà del passato decennio. Alcuni di essi stanno acquisendo posizioni di rilievo anche nei paesi dell'Europa centro-orientale.

I gruppi bancari stanno attuando una profonda e vasta razionalizzazione organizzativa.

La dotazione patrimoniale del sistema è cresciuta, nell'ultimo quinquennio, a un tasso medio annuo del 5,9 per cento; la sostenuta dinamica dei crediti si è riflessa in una lieve diminuzione del coefficiente di solvibilità, sceso al 10,2 per cento alla fine del 2000.

In linea con l'orientamento maturato a livello internazionale abbiamo richiesto agli intermediari di maggiore dimensione di formulare programmi diretti a rafforzare la dotazione patrimoniale. Già nel 2001 questa azione si è tradotta in un leggero aumento del coefficiente di solvibilità del sistema bancario, al 10,6 per cento.

Nel corso del 2002 è rallentata la crescita del credito alle holding dei grandi gruppi industriali e alle imprese di più ampia dimensione; sebbene in diminuzione, resta alta l'esposizione verso il settore delle telecomunicazioni.

Le Fondazioni hanno svolto un ruolo di primo piano nella ristrutturazione del sistema bancario. Una volta che sarà conclusa, con tempestività e con adeguata considerazione sia degli interessi locali sia di quelli generali, la fase normativa vanno ricercati un nuovo dialogo e una positiva convergenza di tutti i soggetti interessati, per dare impulso all'attività di questi enti.

4. Il Mezzogiorno

La ristrutturazione del sistema bancario nel passato decennio è stata particolarmente intensa nel Mezzogiorno.

Nei primi anni novanta il rallentamento congiunturale, culminato nella recessione del 1993, il venire meno dell'intervento straordinario, la flessione degli investimenti pubblici avevano determinato il blocco dell'attività in importanti comparti produttivi, situazioni di dissesto di numerose imprese. L'occupazione tra il 1991 e il 1996 era caduta di oltre l'8 per cento; si era ampliato il divario in termini di prodotto pro capite rispetto al resto del Paese.

Le difficoltà delle imprese si riflettevano sui bilanci delle banche: la quota dei crediti che si rivelavano inesigibili raggiungeva livelli elevati. L'impatto delle perdite risultò destabilizzante per intermediari, in primo luogo i grandi istituti di proprietà pubblica, sui quali pesavano anche bassi livelli di efficienza operativa e dotazioni patrimoniali relativamente contenute.

Fummo chiamati a un impegno di eccezionale portata. Il vaglio delle situazioni aziendali esercitato attraverso l'esame dei bilanci, il rapporto con gli esponenti bancari e visite ispettive per la quasi totalità degli intermediari meridionali consentirono di individuare le radici delle situazioni di dissesto, di circoscriverne gli effetti, di indicare modalità appropriate per il necessario processo di riorganizzazione. Il riassetto del sistema creditizio meridionale è stato realizzato innanzitutto promuovendo il passaggio delle principali banche ad azionisti privati.

Il ricorso a risorse pubbliche, per importi limitati nel confronto internazionale e condizionato a rigorose ristrutturazioni aziendali, ha contribuito a prevenire la diffusione dell'instabilità finanziaria e a preservare la fiducia dei mercati nel sistema bancario italiano.

Sono state tutelate le ragioni dei depositanti; poste le condizioni per il mantenimento di flussi adeguati di finanziamenti all'economia locale. Negli ultimi dieci anni sono state realizzate oltre 200 operazioni di incorporazione o di acquisizione, che hanno avuto per oggetto banche con fondi intermediati pari ai due terzi di quelli degli istituti con sede nel Mezzogiorno. Le operazioni sono state compiute per iniziativa di intermediari provenienti da altre aree del Paese, dotati delle risorse patrimoniali e professionali indispensabili al risanamento e al rilancio delle strutture meridionali.

Il riordino delle procedure preposte all'erogazione dei fidi ha innalzato la capacità di selezionare i prenditori di fondi sulla base della correttezza e della competenza negli affari nonché della validità dei progetti di investimento.

Il risanamento delle strutture creditizie meridionali risulta dalla accresciuta redditività e dal rafforzamento patrimoniale degli intermediari. Il tessuto produttivo e le famiglie del Mezzogiorno hanno visto accrescersi la disponibilità di servizi di finanza aziendale e di gestione professionale del risparmio, la cui offerta non sarebbe possibile su scala ridotta.

Nei tre anni terminanti nello scorso giugno i prestiti alla clientela meridionale sono aumentati a un tasso medio annuo del 6,3 per cento, doppio rispetto al triennio precedente, superiore all'espansione del reddito nominale. L'impulso maggiore al finanziamento dell'economia meridionale è venuto dalle banche del Centro Nord, che hanno impiegato

nel Sud e nelle Isole l'intero ammontare dei fondi raccolti nell'area. Anche per la progressiva discesa della quota dei crediti passati in sofferenza, i tassi di interesse praticati alla clientela meridionale si sono avvicinati a quelli prevalenti nel resto del Paese. Tra il 1998 e il secondo trimestre del 2002 il divario si è ridotto da 2 a 1,6 punti percentuali per i prestiti a breve termine alle imprese. Molto più contenuto risulta il divario sulle erogazioni a medio e a lungo termine. Il differenziale riflette il premio al rischio connesso con la minore redditività delle imprese meridionali, la loro modesta capitalizzazione, l'elevato indebitamento a breve termine; risente anche della scarsa efficacia delle procedure giudiziarie per il recupero dei crediti.

Nella seconda metà degli anni novanta si è avviata una fase di rilancio dell'economia meridionale. Ma il miglioramento è modesto, in rapporto all'entità del divario di sviluppo fra il Mezzogiorno e il resto d'Italia. Tra il 1995 e il 2001 la crescita media annua del prodotto dell'area ha superato di soli 3 decimi di punto quella del Centro Nord. Nel Mezzogiorno il prodotto per abitante in rapporto a quello delle altre regioni è oggi pari al 58 per cento; non ha ancora recuperato il livello dei primi anni novanta.

L'esclusione di risorse umane dal mercato del lavoro assume nel Sud e nelle Isole proporzioni abnormi: il tasso di occupazione della popolazione di età compresa tra 15 e 64 anni è di poco superiore al 44 per cento, oltre 17 punti in meno rispetto alle regioni del Centro Nord. Anche in seguito ai processi di ristrutturazione di molte grandi imprese, soprattutto di quelle controllate in passato dal settore pubblico, la dimensione media delle unità locali nell'industria si è ridotta in misura superiore rispetto alle altre aree. È aumentata l'ampiezza dell'economia sommersa; la quota del lavoro irregolare sul totale raggiunge il 38 per cento nell'agricoltura e il 29 nel settore delle costruzioni. Scarsa è la capacità di attrazione di investimenti sia dall'estero sia dalle altre regioni del Paese.

Le debolezze dell'economia meridionale si riflettono in un differenziale di produttività rispetto al Centro Nord del 15 per cento. Questo divario risente della carenza di infrastrutture, assai maggiore rispetto al resto del Paese, con riferimento soprattutto agli aeroporti, agli impianti e alle reti energetico-ambientali, alle strutture per la telefonia e la telematica.

Il differenziale nel costo del lavoro è inferiore a quello nei livelli di produttività; pesano le diseconomie esterne. Ne risulta ostacolato l'impiego delle risorse di lavoro disponibili.

Nel Mezzogiorno il valore delle esportazioni nel primo semestre dell'anno si è ridotto del 6,3 per cento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, a fronte del 5,1 nel Centro Nord. Nell'industria in senso stretto la quota delle imprese meridionali che hanno rivisto al ribasso la spesa per investimenti programmata per l'anno in corso è di oltre un quarto, misura superiore, anche se di poco, a quelle osservate al Centro e al Nord. La flessione del valore delle opere pubbliche realizzate risulta più ampia rispetto al Nord.

Il Mezzogiorno ha potenzialità di sviluppo non ancora valorizzate. Per effetto delle politiche di promozione dell'occupazione, secondo le prime tre rilevazioni dell'Istat del 2002, il numero di occupati nel Mezzogiorno è cresciuto di quasi il 2 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; un ritmo equivalente a quello del Centro e superiore a quello del Nord. In luglio il tasso di disoccupazione è disceso al 17,9 per cento, dal 19 di un anno prima; l'occupazione ha superato i livelli raggiunti nel biennio 1991-92.

Ampi sono i margini di intervento per cogliere le opportunità offerte dalla disponibilità di risorse umane, ambientali, culturali; dalla formazione di risparmio; dalla rilevanza dei bisogni ancora insoddisfatti; dalle capacità professionali inesprese; dall'esistenza di spazi economici e fisici che possono essere utilizzati per lo sviluppo di nuove attività produttive.

È compito della politica economica creare le condizioni idonee per cogliere queste opportunità. Muovono in questa direzione gli interventi volti ad adeguare le risorse idriche per gli usi civili e industriali. La rafforzata struttura bancaria meridionale è in grado di accompagnare finanziariamente lo sviluppo nel Mezzogiorno.

L'incertezza connessa con le tensioni politiche internazionali sta influenzando negativamente i comportamenti dei consumatori e degli investitori.

Il contrasto di ogni forma di terrorismo e la salvaguardia della sicurezza collettiva non possono essere disgiunti dalla ricerca delle condizioni atte a evitare conflitti. Attenti alla dignità della persona e a una migliore distribuzione del prodotto mondiale, occorre mirare a una fase di distensione e di sviluppo delle relazioni fra gli Stati.

La situazione dell'economia americana appare ancora caratterizzata da incertezza. Le condizioni di fondo rimangono tuttavia favorevoli; il tasso di crescita della produttività stimato per il medio periodo resta elevato, compreso fra il 2,0 e il 2,5 per cento all'anno. Inoltre, con l'attuale livello dei corsi azionari sono state ripristinate condizioni di redditività per l'investimento.

Il riassorbimento delle tensioni internazionali consentirà all'economia degli Stati Uniti di riportarsi su un sentiero di crescita sostenuta. Le previsioni ora disponibili scontano una contenuta accelerazione dell'attività produttiva mondiale dal primo trimestre del 2003. Negli Stati Uniti la ripresa si rafforzerebbe nel corso dell'anno e ne beneficerebbero anche le altre economie industriali. In quelle emergenti dell'Asia, inclusa la Cina e l'India, l'incremento del prodotto nel 2003 viene valutato in oltre il 6 per cento; anche in America latina, dopo la flessione registrata nel 2002, l'attività produttiva tornerebbe a espandersi. Nell'area dell'euro l'indebolimento degli indicatori congiunturali ha accresciuto l'incertezza circa le prospettive di ripresa nell'ultima parte dell'anno.

In Italia l'anno 2002 si chiuderà con una crescita contenuta.

La ripresa ciclica potrà acquisire vigore nel prossimo anno; dovrebbero accelerare gli scambi internazionali. I consumi trarranno impulso dalle modifiche apportate all'imposta sui redditi delle persone fisiche. La politica di bilancio nel difficile contesto congiunturale mira a conciliare il contenimento del disavanzo pubblico con il sostegno dell'attività economica.

Permangono ostacoli e lentezze nel miglioramento dell'efficienza amministrativa e nei processi di liberalizzazione. Le innovazioni organizzative, a livello di azienda e di relazione tra le imprese, richieste dall'adozione delle nuove tecnologie sono frenate, ancor più che in Europa, da carenze nella dotazione di infrastrutture, da inadeguatezze nei servizi pubblici e negli ordinamenti giuridici; incidono ancora rigidità nei mercati dei fattori produttivi.

La carenza di infrastrutture è grave nel Meridione, ma interessa anche il Nord del Paese. La realizzazione delle infrastrutture è condizione per accrescere la produttività delle nostre imprese.

Una ripresa dell'attività produttiva è nelle nostre possibilità. L'innalzamento della crescita del prodotto al di sopra del 2 per cento nel corso del 2003 è condizionato dall'effettivo avvio, su larga scala, dei lavori per le opere pubbliche.

In una prospettiva più lunga, lo sviluppo dell'economia italiana può sopravanzare quello medio dei paesi europei.

È in corso la discussione parlamentare del disegno di legge finanziaria; sono annunciate innovazioni e integrazioni, in particolare in favore del Mezzogiorno. Dopo la sua approvazione vanno compiuti ulteriori, decisivi passi per sciogliere i nodi strutturali della nostra economia.

Gli interventi nel mercato del lavoro, la difesa del risparmio sono componenti importanti del piano di riforme.

Vanno rimossi i fattori economici e fiscali che limitano la competitività, che frenano la crescita dimensionale delle imprese; attuati principi di democrazia economica; va ricercata una maggiore correlazione tra salari e produttività. Da tutto ciò potranno discendere un aumento e un miglioramento della qualità dell'occupazione.

Rispetto a dieci anni fa, il sistema bancario è pienamente in grado di sostenere la ripresa dell'economia. Come attestano anche analisi e verifiche più volte riportate in sedi istituzionali, le trasformazioni avvenute, a cominciare da quelle normative, fra le più avanzate in Europa, lo hanno rafforzato. E aumentata la concorrenza. Non vanno alimentati dubbi infondati. Occorre proseguire nello sviluppo delle capacità imprenditoriali e di innovazione.

Il risparmio è risorsa essenziale, tutelata dalla Carta Costituzionale. Il suo impiego proficuo è cruciale per la crescita. È necessario pervenire a un più equilibrato rapporto tra settore pubblico e settore privato nella gestione del risparmio previdenziale; il passaggio attraverso il mercato di una parte, che dovrà crescere nel tempo, del risparmio previdenziale alimenta il finanziamento degli investimenti e, per tale via, lo sviluppo.

L'Italia dispone di risorse non pienamente utilizzate. Alla volontà delle imprese di investire e di innovare, alla cooperazione delle parti

sociali, a una politica economica coerente sono affidate la piena attivazione e la valorizzazione delle risorse disponibili, la ripresa della via dello sviluppo.

**ETICA DEL RISPARMIO
E TUTELA DEL CITTADINO**

Sintesi del sondaggio realizzato da TNS Abacus per ACRI
in occasione della 78^a Giornata Mondiale del Risparmio

Ottobre 2002

Nell'ottobre dello scorso anno, in occasione della 77ª Giornata Mondiale del Risparmio, ACRI ha affidato a TNS Abacus la realizzazione di un sondaggio sugli atteggiamenti degli italiani verso il risparmio.

Quest'anno il sondaggio è stato ripetuto con il duplice obiettivo di verificare, a un anno di distanza, le principali evidenze emerse in materia di risparmio, investimenti ed effetti dell'Euro, e di approfondire il tema specifico della Giornata Mondiale, cioè la responsabilità dei comportamenti dell'impresa e la tutela del cittadino risparmiatore. Il sondaggio è stato realizzato, nella prima quindicina di ottobre, tramite interviste telefoniche con tecnologia CATI – Computer Assisted Telephone Interviews. Sono state svolte 1.000 interviste, presso un campione rappresentativo della popolazione italiana adulta, stratificato in base ai seguenti criteri: area geografica e ampiezza del centro; sesso ed età. In corso di elaborazione i risultati sono stati ponderati al fine di riprodurre esattamente l'universo di riferimento. I risultati dell'indagine possono essere suddivisi in due principali "capitoli": il primo finalizzato a sondare la percezione del quadro economico generale ed i suoi riflessi sull'atteggiamento verso il risparmio; l'altro sull'influsso al riguardo del comportamento etico e sociale delle imprese.

Il quadro generale

La maggior parte delle domande di questa prima sezione si presta ad un confronto diretto con l'analoga rilevazione svolta nell'ottobre del 2001. L'analisi può inoltre essere arricchita considerando le indagini congiunturali prodotte dall'ISAE.

Per inquadrare la situazione partiamo proprio dall'estrema sintesi, cioè dall'indice grezzo di fiducia dei consumatori espresso dall'ISAE. Il confronto con lo scorso anno evidenzia una riduzione sostanziale del valore che passa da 122 (ottobre 2001) a 107 punti (ottobre 2002). Ricordiamo che l'indice base è fissato a 100, quota di partenza stabilita nel 1980.

Con maggiore dettaglio, il nostro sondaggio evidenzia una riduzione della soddisfazione del campione nei confronti della propria attuale situazione economica. La maggioranza (55% degli intervi-

stati) continua ad essere molto o abbastanza soddisfatta, ma tali valori sono in sensibile riduzione rispetto all'ottobre 2001 (-10%). Analogo andamento si registra per le previsioni riferite ai prossimi 12 mesi relativamente alla situazione economica personale, nazionale e mondiale. In particolare aumentano le percentuali di chi si aspetta un peggioramento della propria situazione personale (16% vs. 7% del 2001), della situazione economica italiana (31% vs. 13% del 2001) e di quella mondiale (23% vs. 14% del 2001). L'andamento decrescente delle previsioni è anche evidenziato dai valori medi calcolati su una scala da 1 a 5: il calo è di -0,2 punti sulla situazione personale, -0,4 sulla situazione dell'Italia e -0,2 punti sulla situazione economica mondiale.

I dati di saldo dell'ISAE riferiti alla previsione per la situazione economica italiana e per la propria famiglia, anche se calcolati con modalità differenti, confermano la tendenza negativa: da -11% a -20% per l'Italia e da +10% a -3% per la propria famiglia.

A questo quadro non particolarmente confortante si aggiunge una forte preoccupazione (48% di molto preoccupati) per la situazione politica internazionale e in particolare per i "venti di guerra" che la caratterizzano attualmente.

Propensione e atteggiamenti verso il risparmio

L'analisi conferma una sostanziale tenuta della propensione al risparmio degli italiani, se possibile ancora più accentuata rispetto a un anno addietro. Quasi il 30% degli intervistati dichiara infatti di non vivere tranquillo senza risparmiare qualcosa, qualche punto in più rispetto all'ottobre del 2001 (29% vs. 26%).

Poco è mutato anche per quanto riguarda i comportamenti: quasi la metà degli intervistati (47% vs. 48% del 2001) dichiara di essere riuscito a "mettere via qualcosa" negli ultimi 12 mesi. Rimangono stabili anche coloro che hanno speso tutto, chi ha intaccato i propri risparmi, chi è ricorso a prestiti.

Per il futuro le previsioni sono tuttavia decisamente orientate al ribasso: aumentano di ben 12 punti percentuali coloro che si aspettano di riuscire a risparmiare di meno rispetto all'anno trascorso, fino a superare il 40% del totale.

La situazione è ancora più pessimistica se limitiamo l'analisi a chi ha effettivamente risparmiato qualcosa negli ultimi 12 mesi.

Anche questi dati sono confermati dall'inchiesta ISAE: diminuisce la percentuale di chi considera sicuro o probabile risparmiare nei prossimi 12 mesi; mentre rimane stabile il valore relativo alla convenienza attuale percepita del risparmio.

Come agiscono le situazioni economiche e politiche internazionali su questi atteggiamenti? Gli effetti di una maggiore incertezza economica determinano un consistente incremento rispetto al 2001 di chi cercherà di risparmiare di più (da 22% a 35%), ma anche un aumento dei realisti che si attendono una riduzione della effettiva possibilità di risparmio (da 7% a 18%). L'incerta situazione politica internazionale sembra invece rafforzare la volontà di risparmiare di più o in misura uguale rispetto all'ultimo anno.

Interpretando questi dati in massima sintesi, possiamo concludere che mentre la propensione "culturale" al risparmio degli italiani rimane immutata a livello intenzionale, il confronto con la realtà induce a un tendenziale pessimismo sulle concrete possibilità di realizzarlo.

Gli investimenti

Anche sull'impiego del risparmio si osservano variazioni evidenti rispetto all'ottobre del 2001.

In primo luogo una maggiore propensione a mantenere i propri risparmi in forma liquida (dal 47% al 52% degli intervistati) e parallelamente una minore propensione al reinvestimento della maggior parte delle proprie risorse accantonate.

Entrando poi nello specifico dei comportamenti, oltre il 40% degli intervistati che percepiscono reddito continua ad avere sostanziale fiducia nelle proprie capacità di decidere gli impieghi ottimali ("esperti", "capaci di cavarsela", "nella media"). Le decisioni sono comunque nella maggior parte dei casi (70%) collegiali, cioè coinvolgono altri membri della famiglia.

L'incertezza attuale si traduce da un lato nell'incremento del ricorso a supporti consulenziali esterni, dall'altro nella minor propensione ad affidarsi completamente a questi: tra i percettori di reddito aumenta la

percentuale di chi afferma di consigliarsi nelle proprie decisioni (dal 67% al 72%) e contemporaneamente diminuisce la percentuale di chi si affida completamente all'esterno (16% vs. 20% del 2001).

L'atteggiamento ritenuto "giusto" di fronte all'incertezza dell'andamento dell'economia è fondamentalmente l'attendismo, cioè il rimanere fermo sulle proprie posizioni (57%). Il 22% è sufficientemente maturo per considerare i bassi corsi delle quotazioni come un'occasione per investire. Solo il 12% è propenso al disinvestimento.

Quando gli intervistati vengono indotti a pensare anche alla situazione politica internazionale e alle prospettive di un conflitto la quota degli attendisti aumenta ulteriormente, e in modo rilevante: 72% del totale.

In definitiva, verso quali impieghi specifici gli italiani preferirebbero destinare i propri risparmi? Non stupisce un incremento considerevole degli investimenti immobiliari che raccolgono oltre il 50% delle preferenze contro il 39% di un anno addietro.

Tutti gli altri impieghi di carattere mobiliare subiscono una contrazione nelle indicazioni, anche quelli per definizione "sicuri" (dal 29% al 20%) come titoli di Stato, certificati di deposito, obbligazioni e previdenza integrativa. Più scontata è la riduzione degli strumenti a rischio come azioni e fondi comuni.

Per quanto riguarda l'interesse verso il "come" i propri risparmi vengono impiegati, si osserva una maggiore attenzione verso il rendimento in sé e una parallela contrazione di chi ha "scrupoli" su come verranno investiti (dal 40% del 2001 al 34% del 2002).

Chi si preoccupa del modo in cui sono investiti i propri soldi sembra essere molto meno preoccupato del fatto che possano contribuire ad attività illecite (16% vs. 30% del 2001) e molto più interessato al fatto che in qualche modo contribuiscano allo sviluppo dell'economia nazionale (26% vs. 18% del 2001).

Continuano a mantenere un peso rilevante il supporto ad attività del Terzo Settore (27%) e il contributo allo sviluppo locale (21%).

L'Euro: un primo sintetico bilancio

Il problema è stato inizialmente affrontato in prospettiva più ampia. Prima di parlare nel concreto di Euro, abbiamo verificato la percezione relativa all'andamento dei prezzi. Solo il 12% degli intervisti-

stati percepisce prezzi costanti, in diminuzione o aumentati in misura fisiologica (1 o 2%) dall'inizio dell'anno.

La grandissima maggioranza (65%) percepisce incrementi sostanziali, addirittura il 30% ritiene di spendere oltre il 20% in più nei propri acquisti abituali. In modo spontaneo, gli aumenti vengono subito e genericamente imputati all'introduzione dell'Euro (77%). Solo in misura minoritaria vengono indicati come responsabili il commercio (18%), il Governo (5%) o fattori esogeni come crisi internazionali a livello politico o economico.

A titolo di curiosità abbiamo anche chiesto di stimare una cifra relativa alle proprie spese per prodotti alimentari o per la casa e per il telefono. In media quasi il 70% indica la cifra in Euro mentre circa 1/4 del campione si esprime ancora in Lire.

Per completare il quadro abbiamo verificato l'effetto percepito dell'Euro sul valore dei risparmi. In questo caso il confronto viene effettuato rispetto ad una analoga domanda che nel 2001 si riferiva alle attese degli intervistati. Come era logico attendersi, la maggioranza relativa degli intervistati (45%) pensa che i propri risparmi abbiano ora meno valore. La differenza rispetto alle attese manifestate nel 2001 sullo stesso item è di oltre 35 punti percentuali.

Limitandosi a questa prima serie di risultati, il bilancio apparirebbe dunque decisamente negativo. Ma se consideriamo i risultati di 2 domande che cercano di fare un bilancio complessivo dell'introduzione dell'Euro, il quadro sembra essere più equilibrato. In primo luogo quasi la metà degli intervistati si dichiara molto o abbastanza soddisfatto della Moneta Unica (10%+37%=47%).

In secondo luogo il 43% ritiene che, in una situazione di incertezza economica e politica internazionale come quella attuale, sia vantaggioso il fatto di essere passati all'Euro, che sicuramente viene percepito come un fattore di maggiore forza e stabilità rispetto alla vecchia valuta nazionale.

Il comportamento delle imprese e la tutela del cittadino risparmiatore

I cittadini, in generale e nella loro veste di risparmiatori, si sentono tutelati dal comportamento delle imprese? In questo ambito, il modo

in cui le imprese comunicano verso l'esterno è fondamentale. Quanto viene ritenuta trasparente la comunicazione delle aziende italiane?

Si tratta di una materia difficile da trattare dal punto di vista pratico all'interno di una ricerca di opinione. Siamo dovuti ricorrere a semplificazioni e domande indirette e abbiamo dovuto per necessità allargare un po' il tema parlando anche di etica aziendale. Nondimeno, i risultati emersi sono interessanti e forniscono indicazioni sufficientemente precise sul pensiero dei risparmiatori.

Segnaliamo fin da subito che il quadro generale dell'opinione degli intervistati sui comportamenti delle imprese è sostanzialmente negativo. I segnali sono molteplici:

1. In primo luogo si osserva che la gente non ha fiducia nei programmi con i quali le imprese si impegnano, anche pubblicamente, a rispettare norme morali e comportamenti etici: il 57% considera, infatti, tali programmi come semplici "trovate pubblicitarie".
2. In secondo luogo, oltre la metà del campione (54%) pensa che le imprese socialmente responsabili siano solo una minoranza in Italia.
3. In terzo luogo, esiste una sostanziale discrepanza tra gli interlocutori verso cui il campione degli intervistati ritiene che le imprese abbiano dei doveri (l'ideale) e gli interessi che in realtà si ritiene vengano meglio tutelati (la realtà). Secondo gli intervistati l'impresa ha idealmente dei doveri soprattutto nei confronti dei propri dipendenti, mentre tutela in assoluto di più gli azionisti (qui intesi come "padroni").
4. Per completare il quadro, il 77% del campione ritiene che in economia non ci siano regole sufficienti e che le maggiori carenze di norme comportamentali riguardino proprio il modo in cui le aziende si muovono nei confronti dei mercati finanziari (insieme all'ambiente e all'utilizzo della rete Internet).

Le recenti vicissitudini che hanno interessato grandi imprese americane ed europee, rendono particolarmente interessante il tema specifico sulla trasparenza percepita nelle comunicazioni delle aziende verso l'esterno e sugli effetti che ciò può avere sul "sentiment" dei risparmiatori.

Iniziamo col dire che uno dei comportamenti considerati come più inaccettabili da parte delle imprese - dopo l'utilizzo dei bambini dei Paesi poveri e in linea con il finanziamento illecito e il nascondere problemi dei propri prodotti - è proprio la non trasparenza, cioè il "far credere ai risparmiatori che la situazione dell'azienda sia migliore di quanto non sia nella realtà".

L'estrema sensibilità degli italiani sul tema è confermata dal fatto che l'azione ritenuta in assoluto più dannosa per il sistema economico sia la mancata trasparenza dei bilanci aziendali, ancor più della diffusione di informazioni false sul prodotto e della concorrenza sleale.

Anche l'impatto negativo sull'andamento delle Borse di informazioni poco trasparenti viene ritenuto considerevole: in media quasi 8 punti su una scala da 1 a 10. A rimedio di queste situazioni gli intervistati pensano che una legislazione più severa porterebbe non solo a rendimenti più certi e sicuri dei propri investimenti (31%), ma addirittura a guadagni più elevati (29%).

Anche su questo aspetto le aziende mostrano molte carenze nella percezione del campione: a domanda diretta, solo il 35% ritiene che le informazioni fornite dalle aziende sui propri prodotti e servizi siano molto/abbastanza veritiere e attendibili.

Ancora meno sono coloro che pensano che siano veritiere le informazioni fornite relativamente alla situazione economica delle aziende: quasi il 70% (68%) le ritiene poco o per niente attendibili. In questo senso le aziende italiane non sembrano discostarsi molto dalle aziende straniere per il 41% degli intervistati. Inoltre la percentuale di chi pensa che le aziende italiane siano più trasparenti (18%) è inferiore a quella di chi considera le aziende straniere più attendibili (25%), con un "saldo" negativo del 7%.

NOTA INFORMATIVA

In ottemperanza al regolamento dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni in materia di pubblicazione e diffusione dei sondaggi sui mezzi di comunicazione di massa: delibera 1 53/02/CSP, allegato A, art. 2, pubblicato su G.U. 185 del 8/8/2002.

Autore: Abacus Spa
Committente: ACRI
Acquirente: ACRI

Tipo e metodo di rilevazione: sondaggio di opinione tramite interviste telefoniche (CATI)

Universo di riferimento: popolazione italiana residente in età di voto (fonte: annuario ISTAT 2000)

Tipo di campione: campione casuale rappresentativo dell'universo di riferimento; campionamento per quote di genere, età, area geografica, dimensione del comune di residenza

Estensione territoriale: nazionale

Numero persone contattate:

- totale contatti effettuati: 5.812
- interviste complete: 1.000 (17,2 %)
- rifiuti/sostituzioni: 3.052 (52,5 %)

Date di realizzazione sondaggio: dal 1 al 15 Ottobre 2002

Testo integrale delle domande rivolte agli intervistati:

Il testo delle domande è riportato in ciascuno dei grafici che descrivono i risultati.

Il documento informativo completo riguardante il sondaggio è presente sul sito: www.agcom.it

ARTICOLI

**VALORE AGGIUNTO SOCIALE
DEL NONPROFIT: I RISULTATI
DI UNA RILEVAZIONE SUL CAMPO**

Stefano Cima
Istituto Ricerca Sociale

Il *valore sociale* del settore nonprofit italiano ammonta a 8,5 miliardi di euro e il *tasso di rendimento potenziale* delle risorse che vi vengono investite risulta pari al 37%. Questi in estrema sintesi i risultati dello studio “Nonprofit italiano: creazione di valore aggiunto sociale e ruolo delle donazioni” promosso dal Summit della Solidarietà e realizzato dall’Istituto per la ricerca sociale¹. La ricerca - finanziata da Unicredito e patrocinata dall’Acri dal Ministero del Welfare e dal Ministero dell’Economia – si basa su un nuovo indice di misurazione della performance sociale del Terzo settore: il valore aggiunto sociale (VAS), uno strumento che può essere utilizzato per la valutazione dell’impatto delle politiche di settore. Tale misura consiste nella differenza tra i benefici diretti e indiretti generati dal nonprofit e i costi sostenuti per svolgerne le attività. Il rapporto tra il VAS e i costi complessivi fornisce inoltre un indicatore del *rendimento potenziale delle risorse investite*. I valori rilevati nello studio italiano risultano in linea con i risultati ottenuti in un’analoga ricerca svolta in Gran Bretagna², nonostante le profonde differenze strutturali e le diverse fasi di sviluppo del settore riscontrabili nei due Paesi (figura 1).

Perché questa ricerca

Il settore nonprofit è stato finora oggetto di ricerche volte a trovarne un’adeguata definizione e/o a reperire dati che potessero aiutare a “misurarne” la grandezza intermini di struttura occupazionale, fonti di finanziamento, ripartizione delle spese, tipologie settoriali, servizi e beni offerti, distribuzione territoriale. L’ultima e la più completa di tali ricerche (“di input”) è costituita dalla rilevazione censuaria realizzata dall’Istat con il contributo scientifico

1) Il gruppo di lavoro è composto da Stefano Cima e Ines Buono (IRS), Luca Gandullia (Università di Genova), Massimo Fioruzzi (Summit della Solidarietà).

2) Il lavoro ha preso spunto da un’analoga ricerca svolta in Gran Bretagna da un team di ricercatori del dipartimento di *welfare* dell’University College di Londra (UCL) e pubblicata nel 2001 con il titolo, *The Price of Virtue. The Economic Value of the Charitable Sector*, Edgar Elgar, Cheltenham. Applicando la medesima metodologia e definizione del settore utilizzata dalla ricerca inglese, sono rimaste escluse dall’indagine le attività culturali e ricreative, l’istruzione, i sindacati e le altre organizzazioni di rappresentanza, i partiti politici e le attività di culto.

dell'Istituto per la ricerca sociale e del Centro di ricerche sulla cooperazione dell'Università Cattolica di Milano³.

Il valore sociale di un generico settore riflette il suo output misurato come valore dei beni e servizi prodotti che è normalmente incorporato nel prezzo associato ad ogni bene o servizio. Vi sono tuttavia alcuni beni che non hanno un prezzo di mercato: si tratta dei beni pubblici che godono della proprietà di non-escludibilità cioè di quelli che, una volta erogati, sono necessariamente usufruiti da tutta la popolazione, non essendo possibile limitarne l'accesso (si pensi all'aria pulita che è respirata da tutti), oppure dei beni che per politiche pubbliche di sostegno vengono offerti a prezzi inferiori rispetto al reale valore di produzione. Anche nel caso dei servizi forniti dalle organizzazioni nonprofit, si incorre in un problema analogo, poiché il prezzo *pagato dagli utenti spesso* non corrisponde al reale valore dei servizi offerti. Questo dipende dal fatto che *tali organizzazioni, per la particolare attività svolta, applicano prezzi/tariffe che non incorporano una piena retribuzione dei fattori di produzione* (si pensi, ad esempio, alla manodopera non retribuita impiegata nella fornitura di tali servizi) e che sono fissati, almeno in parte, avendo come specifico obiettivo il sostegno di alcune categorie svantaggiate.

Quando il valore dell'output non misura pienamente il valore del settore, gli economisti fanno ricorso a misure alternative, considerando, ad esempio, il costo di sostituzione per produrre i beni o servizi, ovvero guardando ai fattori produttivi.

Anche questa misura tuttavia non è esaustiva. Si pensi ad esempio alle entrate totali del settore, siano esse di fonte privata (vendite di beni e/o servizi, contributi degli aderenti, donazioni e lasciti testamentari) o pubblica (sussidi e contributi a titolo gratuito e ricavi da contratti e/o convenzioni). E' intuitivo pensare che esse siano pienamente in grado di riflettere il valore prodotto, tuttavia la quantità totale delle entrate non tiene conto dell'efficienza con la quale tali risorse sono utilizzate per produrre output. Più che una misura diretta del valore del settore, le entrate misurano infatti la sua capacità di attrarre risorse.

3) Istat, *Le Istituzioni nonprofit in Italia*, Roma, 2001.

Il calcolo dei benefici sociali

Le variabili economiche tradizionali non permettono dunque di cogliere appieno il contributo che il nonprofit, per la natura specifica delle attività svolte, apporta al benessere collettivo. Si tratta di un contributo che si misura evidentemente sul beneficio tratto da alcune categorie specifiche come quella degli utenti e dei volontari. Ma non solo. Anche la collettività in generale, pur non usufruendo dei servizi del settore, trae un beneficio indiretto dalla sua esistenza: il nonprofit, infatti, realizza alcune attività considerate eticamente giuste e contribuisce a migliorare le condizioni di vita dell'intera comunità. Nel *calcolo del beneficio sociale totale* (o benessere) occorre dunque tenere conto dei diversi gruppi sociali che beneficiano dell'esistenza del settore.

Al primo posto ci sono coloro che ne utilizzano direttamente i servizi e che possono essere sia gli *utenti in senso stretto* (cioè coloro che utilizzano con continuità i servizi offerti come i senzatetto, i portatori di handicap, i malati, ecc), sia gli *utenti in senso esteso* (cioè coloro che utilizzano anche una tantum i servizi del settore, come i visitatori di un museo, ecc).

Il benessere tratto da questa categoria, intesa in senso stretto o esteso, è misurato dalla *somma del prezzo dei servizi comprati dalle nonprofit e dalla loro disponibilità a pagare aggiuntiva per sostenere il settore*. Il prezzo dei servizi erogati è infatti generalmente inferiore al loro reale valore ed è quindi necessario calcolare il beneficio aggiuntivo che gli utenti ottengono, che non risulta compensato da un costo adeguato. Il benessere aggiuntivo è misurato dalla disponibilità degli utenti a pagare (DAP) o ad accettare (DAA) una compensazione per l'eventuale assenza del servizio⁴. La stima di tale valore può essere fatta utilizzando metodi indiretti (metodo delle spese difensive, metodo dei costi di viaggio e metodo dei prezzi edonici) o diretti (metodo del referendum e metodo della valutazione contingente).

Anche la *società nel suo complesso* trae dall'esistenza del settore

4) La teoria prevede che la DAA misuri con meno distorsioni il beneficio degli utenti rispetto alla DAP in quanto meno dipendente dal reddito attuale (molto basso per alcune categorie svantaggiate).

nonprofit molteplici vantaggi che si traducono in un aumento del benessere collettivo. Tali vantaggi spaziano dal “beneficio altruistico”, per cui il proprio benessere aumenta per il solo fatto di sapere che ci sono delle organizzazioni che svolgono alcuni servizi di sostegno per gruppi svantaggiati, al “beneficio esterno” per cui si considera il miglioramento indiretto che alcune attività apportano al proprio stile di vita (ad es. una nonprofit che aiuta i giovani di un quartiere può migliorare un’intera area aumentando indirettamente il benessere degli abitanti), al “beneficio d’opzione” per cui i non-utenti percepiscono le nonprofit come una sorta di assicurazione futura nel caso di bisogno degli specifici servizi offerti, al cosiddetto effetto “*warm-glow*” per cui l’individuo trae beneficio dal solo fatto di sentirsi generoso e/o da quello di acquisire lo status sociale di donatore. Per la quantificazione di tali benefici occorre considerare sia le donazioni dei privati che la loro DAP aggiuntiva.

Le *donazioni*, riflettono in qualche modo la *percezione del valore sociale delle nonprofit da parte dei privati*, tuttavia non ne costituiscono una misura completa a causa del problema del *free-riding*: molti individui, infatti, pur traendo beneficio dalle nonprofit non concretizzano tale valore in una donazione adeguata perché sanno che le organizzazioni sono comunque sostenute dalle donazioni di altri individui. Anche in questo caso, per ottenere una misura esaustiva è necessario pervenire ad una stima della DAP aggiuntiva del pubblico in generale.

Per finire, occorre prendere in considerazione la posizione dei *volontari*. Al beneficio che essi traggono da una pura soddisfazione morale, va anche aggiunto quello derivante dalla serie di contatti sociali e di esperienze lavorative e professionali resa dallo svolgimento dell’attività nelle organizzazioni nonprofit. Stimare tale beneficio, tuttavia, risulta molto difficile poiché non sono disponibili che poche tecniche empiriche a riguardo. Cerchiamo quindi di risolvere la questione a partire da una considerazione teorica importante: il *beneficio ed il costo marginale del tempo* dei volontari *coincidono*. I volontari, infatti, offrono tempo alle nonprofit fino al punto in cui il beneficio marginale ottenuto dall’attività svolta coincide con il costo sostenuto per non aver impiegato diversamente quel tempo. *Il più semplice metodo di stima del costo opportunità dei volontari è quello di consi-*

derare il valore di ogni ora impiegata nel nonprofit pari al salario orario percepito nella normale attività lavorativa. Questo metodo tuttavia incorpora una distorsione derivante dal fatto che non tutti i volontari sottraggono tempo al lavoro retribuito. Un'analisi più accurata richiede la conoscenza dell'impiego alternativo del tempo per ciascun volontario: alcuni infatti sottraggono tempo al lavoro retribuito, altri ad attività domestiche, altri ancora ad attività ricreative.

Una seconda modalità di calcolo di questa componente consiste nel considerare il *costo di sostituzione* del lavoro dei volontari da parte delle nonprofit. In questo caso il dato utile è il costo medio del lavoro per le organizzazioni nonprofit. Tuttavia in un'analisi più attenta si dovrebbe distinguere il costo del lavoro associato ai diversi tipi di attività svolte dai volontari (le attività dei volontari possono infatti avere contenuti più o meno professionali comportando un costo di sostituzione molto diverso).

In ultima istanza, occorre considerare i benefici che le stesse organizzazioni nonprofit traggono dalla loro attività; questi sono quantificabili come la somma dei profitti derivanti dalla vendita di beni e servizi e degli interessi attivi netti sul capitale investito. Le medesime voci compaiono altresì nel computo dei costi opportunità perché quantità reinvestite all'interno delle organizzazioni e quindi sottratte ad usi alternativi.

Il calcolo della disponibilità a pagare attraverso la valutazione contingente

La metodologia utilizzata per la stima di DAP e DAA è stata quella della *valutazione contingente*. In sostanza, questo metodo permette di misurare le variazioni di benessere associate alle variazioni nella fornitura di un bene e/o servizio privo di mercato. Il metodo trae la sua denominazione dal fatto che i risultati sono dipendenti (e quindi contingenti) dal mercato ipotetico *ad hoc* che il ricercatore ricostruisce per permettere al rispondente di esprimere le proprie preferenze. Questo metodo prevede l'impiego di *questionari* al fine di ottenere indicazioni dirette da parte di un gruppo di individui che rappresentano significativamente un'intera popolazione circa la DAP per disporre di una data quantità di un bene e/o servizio in con-

dizioni di mercato ipotetiche.

Il questionario è stato proposto ad un campione di 1.000 individui statisticamente rappresentativi dell'intera popolazione italiana. La stratificazione del campione è avvenuta tenendo in considerazione 4 caratteristiche fondamentali⁵:

- l'area geografica di residenza (Nord-Occidentale, Nord-Orientale, Centro, Sud e Isole);
- l'età (da 18 ai 25 anni; dai 25 ai 44 anni; dai 44 ai 65 anni; oltre i 65);
- il sesso;
- il tipo di comune (capoluogo e non).

Il questionario è stato predisposto per raccogliere informazioni di natura diversa, orientate da un lato ad indagare la natura del rapporto tra utenti, non utenti, donatori e volontari nei confronti del nonprofit e, dall'altro, ad avere indicazioni utili per il calcolo della DAP e della DAA. La sua struttura quindi, pur rifacendosi a quella di un normale questionario di valutazione contingente, risulta assai più estesa.

Il cuore della rilevazione consiste nella ricostruzione di una situazione all'interno della quale gli intervistati sono stati incoraggiati ad immaginare il proprio comportamento con riferimento al vincolo rappresentato dal reddito disponibile.

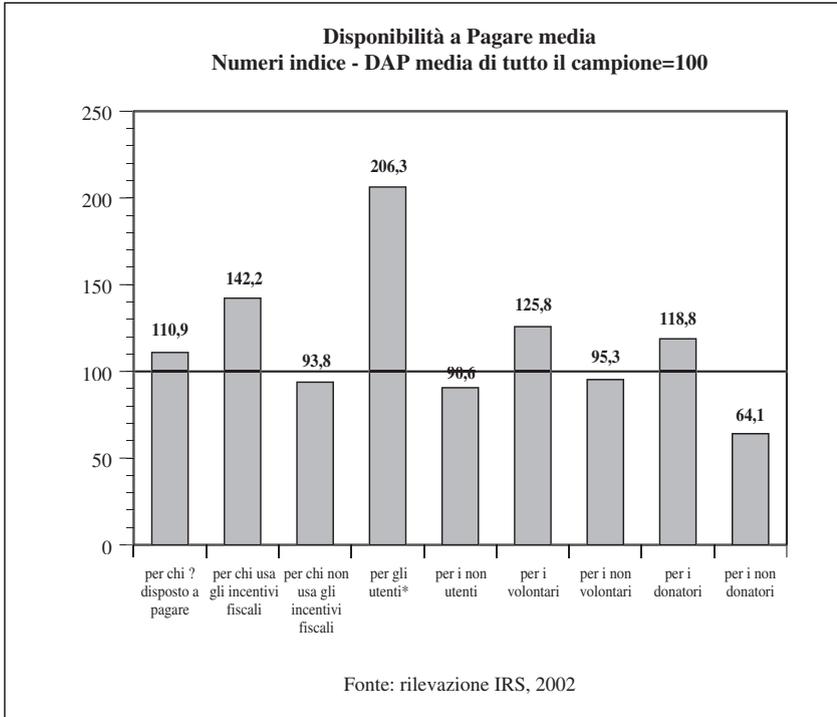
La formulazione della domanda è stata la seguente:

Provi ad immaginare che, a causa di una crisi dei finanziamenti, le nonprofit rischiano la chiusura per un anno intero. Ciò comporterebbe la chiusura di ricoveri per handicappati fisici/psichici, di importanti istituti di ricerca, di molti ospedali, di musei, di ONG per gli aiuti umanitari all'estero. Immagini che in questa situazione il Governo decida di intervenire con un'imposta straordinaria (una tantum) su tutti i cittadini. Quale prelievo considererebbe accettabile per Lei stesso? Le chiedo di indicare quei valori che sarebbe sicuramente disposto/a a versare, in aggiunta alle donazioni che già effettua, per evitare la chiusura delle nonprofit. Le ricordo di darmi una risposta considerando il

5) Si ringrazia Consodata S.p.A. per il supporto alla creazione dell'archivio degli intervistati.

Suo reddito disponibile annuale.

Sulla base di tale domanda è stata quindi rilevata la *disponibilità a pagare* (DAP) nel caso dei non-utenti, e la *disponibilità ad accetta-*



re (DAA) nel caso degli utenti.

L'indagine ha inoltre approfondito altri aspetti del rapporto tra cittadini e nonprofit. Si è cercato in questo modo di far luce sulla quantità di donazioni in denaro e in tempo (ore di volontariato) effettuate, distinguendo per settore di riferimento. Particolare attenzione è stata poi assegnata alle motivazioni che fanno considerare importante il settore nonprofit e, che incoraggiano le donazioni.

Il calcolo dei costi sociali

Il *calcolo del costo sociale* totale prevede l'imputazione del c.d.

“costo opportunità” di ogni singola voce di costo ovvero del costo determinato dal mancato impiego delle medesime risorse per finalità alternative. Poiché la letteratura disponibile non mette a disposizione procedure di stima consolidate e affidabili, coerentemente alla metodologia inglese, e anche tenendo conto dell’ottica di breve periodo, tali costi sono stati approssimati al solo valore monetario attuale dei conferimenti al terzo settore:

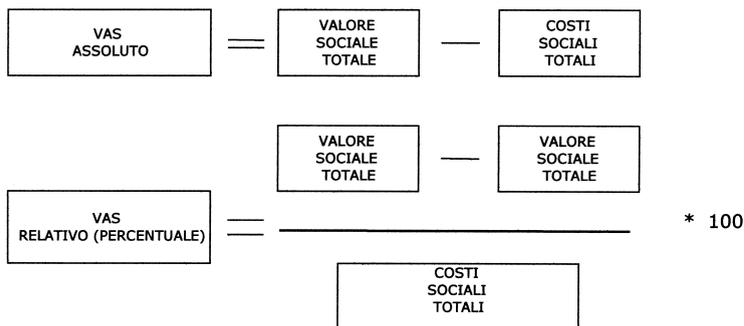
- per gli *utenti* si considera *l’ammontare pagato per usufruire dei servizi* delle nonprofit;
- per i *donatori* si prende invece in considerazione *il valore monetario delle donazioni*;
- per i *volontari* il *costo opportunità del tempo* (di cui si è discusso in precedenza);
- per lo *Stato* il *valore monetario dei trasferimenti* a favore delle organizzazioni del terzo settore.

Risulta quindi che le medesime voci presenti dal lato dei benefici si trovano spesso anche nel calcolo dei costi opportunità perché sono quantità reinvestite all’interno delle nonprofit e quindi sottratte ad un uso alternativo. In concreto, a causa della citata mancanza di dati affidabili e delle conseguenti ipotesi esemplificative, spesso lo stesso valore monetario è utilizzato sia dal lato delle entrate che da quello delle uscite.

Il calcolo del valore aggiunto sociale

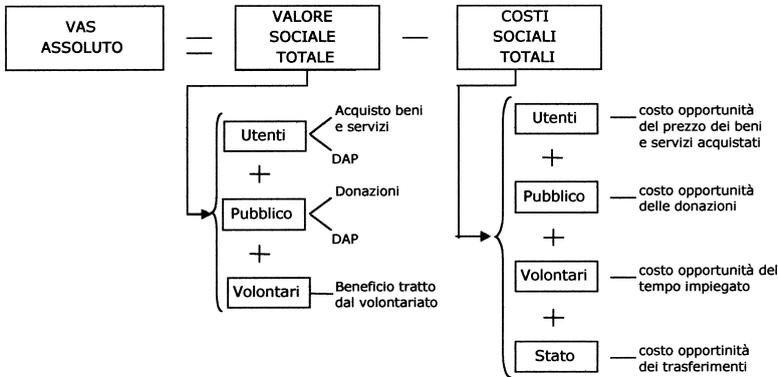
E’ dunque possibile pervenire a due misure del VAS totale: quello che chiamiamo assoluto perché è misurato in termini monetari

Calcolo del Valore Aggiunto Sociale assoluto e relativo



(milioni di €) e quello relativo che è un indicatore percentuale. Aggregando le singole componenti presentate permettono il calcolo del valore aggiunto sociale assoluto dato dalla differenza tra benefici (“ricavi”) sociali e costi sociali. Tale grandezza misura il rendimento

Componenti del Valore Aggiunto Sociale



potenziale per la società delle risorse investite nel terzo settore: Si noti che, come spiegato in precedenza, i costi opportunità coincidono con le relative voci presenti nell’attivo, quindi il VAS assoluto può essere ridotto alla seguente formula:

$$\text{DAP aggiuntiva degli utenti} + \text{DAP aggiuntiva del pubblico (non utenti)} \\ \text{MENO} \\ \text{costo opportunità dei trasferimenti pubblici}^6.$$

Il VAS così calcolato non permette agevolmente di confrontare la situazione di diversi paesi o la situazione del medesimo paese in

6) Per quel che riguarda la voce “trasferimenti pubblici” si può argomentare che, vista l’analisi condotta, sarebbe coerente il suo inserimento anche nell’attivo del bilancio sociale, rappresentando una misura del valore che lo Stato assegna alle nonprofit. Tuttavia, in coerenza con la metodologia seguita nello studio inglese qui preso di riferimento, tale voce non compare tra i benefici. In primo luogo perché tale valutazione assume il punto di vista della collettività in generale e non si vuole compiere un bilancio costi/benefici specifico dello Stato né di altre categorie particolari. In seconda istanza perché il benessere collettivo, in senso ampio, comprenderebbe anche i benefici dello Stato - il che è forse più vero nel contesto inglese che in quello italiano.

diversi periodi di tempo. A tal proposito consideriamo il *VAS relativo* ottenuto *rapportando il VAS assoluto al totale dei costi sociali*. Tale indicatore misura il rendimento potenziale delle risorse investite ovvero, se positivo, coincide con il rendimento atteso delle risorse investite nel settore nonprofit.

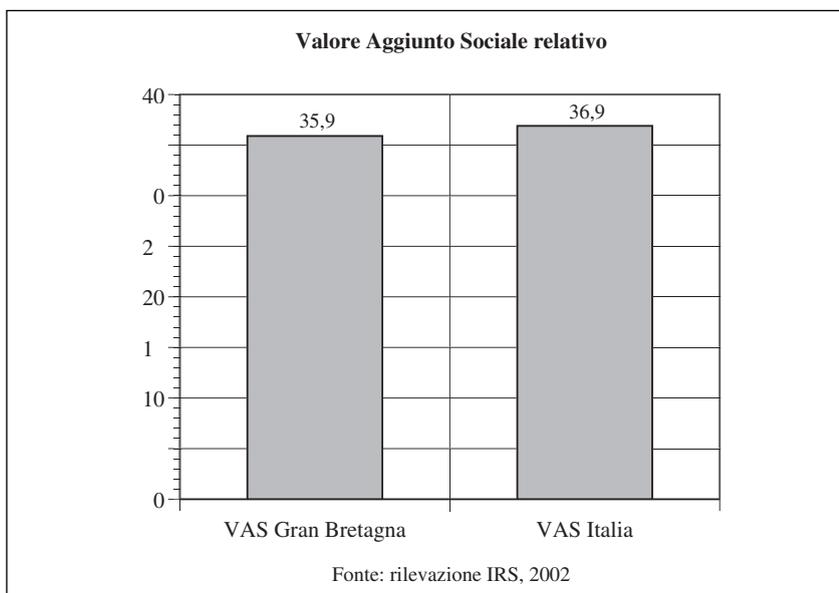
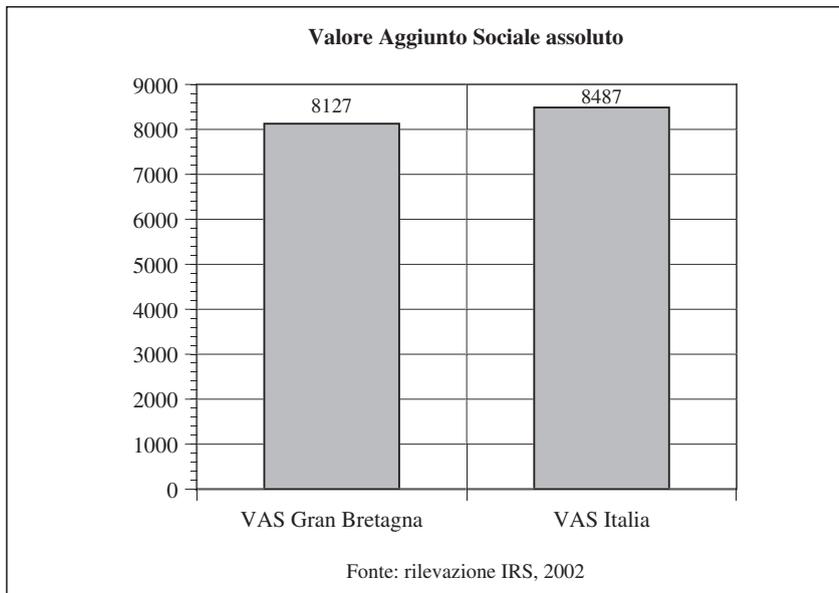
Risultati comparabili a quelli inglesi ma su basi diverse

Aggregando le singole componenti ottenute dalla rilevazione sul campo a quelle disponibili (soprattutto nella rilevazione censuaria dell'Istat) è stato possibile calcolare il *VAS assoluto per l'Italia che risulta pari a 8,5 miliardi di euro*.

Il calcolo del *VAS relativo* italiano ottenuto dividendo il VAS assoluto per i costi totali *risulta pari al 36,9%*.

Ciò significa che considerando il beneficio che i volontari, gli utenti e la società nel suo complesso, traggono dall'esistenza del settore, il suo *contributo al benessere collettivo risulta di circa un terzo superiore ai suoi costi*.

I risultati ottenuti per il nonprofit italiano sono sostanzialmente in linea con quanto emerso in Gran Bretagna. Con riferimento al valore assoluto, il settore vale complessivamente 8.487 milioni di euro, poco più degli 8.127 milioni di euro calcolati per la Gran Bretagna dove però il settore nonprofit vanta, come abbiamo visto, una storia e una considerazione nella politica e nell'opinione pubblica assai più consolidate. Anche quando si considera il VAS relativo l'Italia vanta un valore del 37% perfettamente in linea col 36% stimato per la Gran Bretagna.



Guardando nel dettaglio le singole componenti che hanno determinato il risultato aggregato si possono identificare alcuni fattori che differenziano i due paesi.

In primo luogo *la struttura del nonprofit nei due paesi è piuttosto differente*: il nonprofit inglese utilizza infatti più donazioni, più volontari e vende meno servizi di quello italiano. Ciò risulta evidente considerando le voci relative ai ricavi da vendita di servizi, alle donazioni, ai ricavi finanziari, al beneficio/costo dei volontari e ai trasferimenti pubblici. Il nonprofit italiano è un settore molto commerciale, per cui non sorprende che i ricavi da vendita di servizi in Italia risultino di quasi 2,5 volte più alti di quelli inglesi⁷. Le donazioni sono invece molto basse sia in valore assoluto che in percentuale rispetto ai ricavi. Il beneficio/costo dei volontari calcolato per l'Italia risulta pari a circa la metà di quello inglese, riflettendo il differente apporto di lavoro volontario nei due paesi.

L'effetto struttura tende dunque a deprimere il valore aggiunto sociale del nonprofit italiano comportando un aumento considerevole dei costi, posti al denominatore. La percezione del valore del settore misurata dalla disponibilità a pagare, specie della componente costituita dalla popolazione in generale, agisce invece nel verso opposto quasi compensando l'effetto struttura.

In particolare, la disponibilità a pagare aggiuntiva del pubblico italiano supera del 56% quella inglese (5.495 € contro 3.516 €). Più modesti risultano invece i risultati della rilevazione presso gli utenti; a prescindere dal metodo di calcolo (DAP o DAA) emerge infatti che gli utenti italiani assegnano ai servizi del nonprofit un valore sostanzialmente inferiore rispetto agli inglesi.

Particolarmente interessante risulta inoltre il confronto della DAP aggiuntiva della popolazione con le donazioni attuali. Prescindendo dalla fonte utilizzata per la stima delle donazioni, la DAP aggiuntiva risulta infatti sempre superiore.

In particolare, utilizzando i dati censuari, risulta che *la popolazione italiana sarebbe disposta a sestuplicare le sue donazioni al settore aggiungendo agli 850 milioni di Euro attuali ulteriori 5.495 milioni*

7) Si noti che ciò comporta un aumento notevole dei costi, riducendo conseguentemente il VAS relativo.

di Euro. Tale crescita risulta di gran lunga superiore a quella verificata in Gran Bretagna, ove ai 5.104 milioni di Euro attualmente erogati se ne aggiungerebbero “solo” 3.516.

Ne risulta che in Italia le donazioni sono ancora molto inferiori (meno della metà) a quello che la popolazione stessa ritiene ottimale, mentre in Gran Bretagna queste hanno già un’entità più vicina all’ottimo.

Per ciò che riguarda i differenti risultati ottenuti dalla rilevazione presso gli utenti occorre rilevare che la base per un confronto omogeneo è costituita dalla stima della disponibilità ad accettare (DAA). In Italia essa risulta di 5.113 milioni di Euro contro i 7.033 per la Gran Bretagna⁸.

Tale differenza può in parte essere la conseguenza della diversa maturità del settore nei due paesi e della diversa metodologia di calcolo. In Italia il settore è ancora poco conosciuto e i suoi servizi poco utilizzati: gli utenti rappresentano infatti una quota minima della popolazione⁹. La discrepanza dei risultati è ulteriormente accentuata dalla metodologia di stima utilizzata: nel lavoro inglese è stato intervistato un gruppo molto ristretto e particolare di utenti, ovvero i senz’altro, e la DAA media emersa dalle interviste è stata poi applicata all’intera popolazione utente. Nel nostro lavoro, invece, la DAA utilizzata si riferisce alla media delle risposte dell’intero campione di utenti che spaziano dai disabili a coloro che utilizzano servizi nonprofit a minore valore aggiunto. La difficoltà di analizzare un settore così variegato porta ad utilizzare strumenti statistici che necessariamente tendono ad appiattire i casi particolari trattando come simili tipologie diverse di individui.

L’indicazione che si può trarre dal VAS resta tuttavia quanto mai interessante: *in Italia più che in Gran Bretagna il valore sociale realizzato dal nonprofit è positivo, consistente e ben percepito dalla popolazione, sia essa utente o meno, che infatti sarebbe disposta ad accrescere di molto le proprie donazioni per mantenere in vita le attività oggi svolte dalle organizzazioni del settore.*

Resta da chiedersi perché tale propensione potenziale non si realizzi e se ci sono delle politiche che possano aiutare a mettere in pratica quan-

8) Si è comunque calcolato il VAS utilizzando la disponibilità a pagare degli utenti in modo da ottenerne un valore minimo prudenziale.

9) In mancanza di dati ufficiali a riguardo, si è utilizzata una stima particolarmente prudenziale.

to emerso dall'indagine. Il gruppo di lavoro sta al momento lavorando su questi temi che costituiranno un'utile integrazione ai risultati della ricerca anche in vista della prossima pubblicazione in un volume.

Box

Italiani e nonprofit, un profilo empirico

La ricerca ha consentito di tracciare un profilo dell'italiano di fronte al nonprofit: ne conosce e utilizza poco i servizi; effettua donazioni in maniera spontanea, spesso senza ricordare con precisione il settore e le attività sostenute. Lo studio delle motivazioni all'origine delle donazioni mostra un pubblico che dona principalmente perché condivide i valori e sostiene le azioni (90%), mentre più basse sono le percentuali di chi dona per imbarazzo o per sentirsi generoso.

In estrema sintesi, i donatori risultano pari al 65% dei rispondenti, quota corrispondente a 31 milioni di italiani. Ciascuno di essi dona in media annualmente 117 euro alle organizzazioni del settore. Di questi il 35% dona più di 50 euro annui. Gli incentivi fiscali sono poco noti e poco usati: sono conosciuti dal 53% degli intervistati ma solo il 20% dei donatori li utilizza effettivamente. In generale, la popolazione italiana è generosa e donerebbe di più se fosse tenuta al corrente dell'utilizzo dei fondi raccolti. Risulta infine evidente che i cittadini sarebbero disposti ad effettuare ulteriori donazioni per evitare la chiusura delle nonprofit: posti di fronte allo scenario ipotetico di un rischio di chiusura del settore, l'85% dei rispondenti è disposto a pagare di più. In media, le persone che già donano sarebbero disponibili a pagare oltre il doppio di quanto già donano per il nonprofit. Ad essi si aggiungerebbero inoltre nuovi donatori.

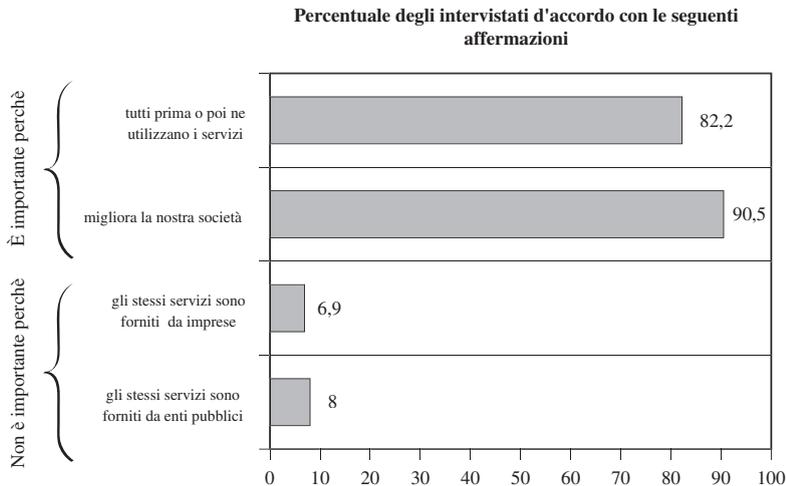
La ricerca contiene infine un'approfondita analisi quantitativa delle donazioni effettuate nel nostro Paese dalle persone fisiche e riscontrate nelle dichiarazioni dei redditi. Tale lavoro, curato da Luca Gandullia dell'Università di Genova, ha permesso di evidenziare una tendenza positiva: i) dell'ammontare dei contributi, ii) del numero di soggetti donatori e iii) del conseguente relativo esborso da parte del fisco.

Per la prima volta in Italia è stata poi misurata l'influenza delle politiche fiscali sulle donazioni. A questo scopo sono stati utilizzati i dati delle dichiarazioni dei redditi pubblicati dal Ministero dell'Economia. L'analisi fiscale ha consentito di calcolare i valori delle elasticità delle donazioni al reddito, al "prezzo fiscale", nonché l'efficacia delle agevolazioni fiscali e l'efficienza di tesoreria costruendo uno strumento per la misurazione dell'impatto delle politiche fiscali. I risultati dello studio confermano che una politica fiscale agevolativa crea un beneficio collettivo *superiore* al mancato gettito fiscale. Nel lungo periodo il vantaggio non è quindi solo per la collettività, ma anche per il bilancio pubblico.

Donazioni per settore

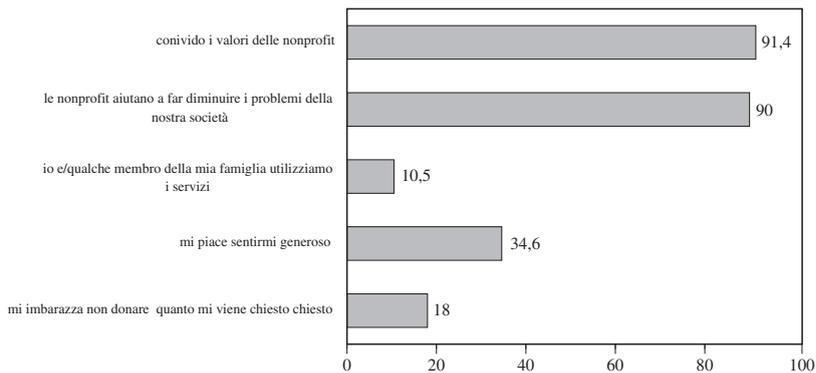
Settore	v.a. in euro	%
Servizi sociali	3.706	5,0
Educazione e ricerca	5.843	7,9
Sanità	5.395	7,3
Cooperazione e solidarietà internazionale	17.000	23,1
altri settori	2.132	2,9
non ricorda	39.473	53,7
Totale	73.549	100,0

Fonte: rilevazione Irs, 2002



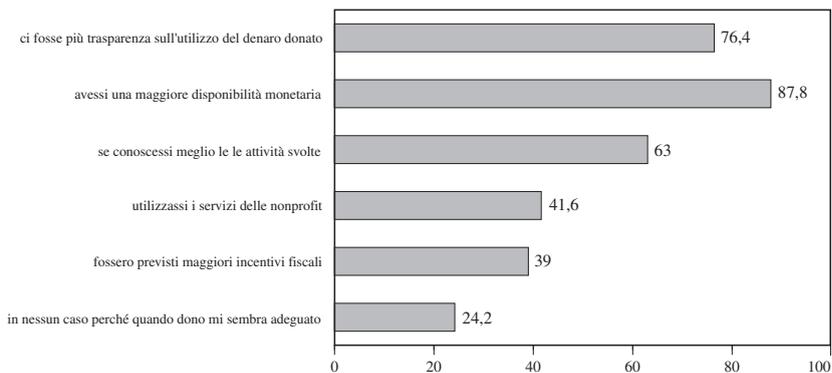
Fonte: rilevazione IRS, 2002

Percentuale degli intervistati d'accordo con le seguenti affermazioni: Dono perchè



Fonte: rilevazione Irs, 2002

Percentuale degli intervistati d'accordo con le seguenti affermazioni: Donerei di più se



Fonte: rilevazione Irs, 2002

**I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ETICI
IN ITALIA E LA VALUTAZIONE
DELLA PERFORMANCE***

Antonella Basso - Stefania Funari
*Dipartimento di Matematica Applicata
Università Ca' Foscari di Venezia*

* *Parzialmente finanziato con fondi M.U.R.S.T., Progetto di ricerca scientifica di rilevante interesse nazionale su "Modelli per la gestione di rischi finanziari, assicurativi e operativi".*

1. Introduzione

La cultura della responsabilità sociale sta acquistando un ruolo importante nelle transazioni finanziarie. Sempre più frequentemente, infatti, gli investitori ricercano strumenti finanziari che permettano loro di coniugare gli obiettivi di rendimento dell'investimento con finalità di solidarietà e responsabilità sociale.

In particolare, tramite l'acquisto di quote di fondi comuni di investimento con finalità etiche gli investitori possono ora direttamente sostenere iniziative sociali o organizzazioni non profit, o possono avere la sicurezza che i loro risparmi non siano utilizzati per finanziare ad esempio società coinvolte nella produzione o commercializzazione di armi o di prodotti inquinanti; è anche possibile utilizzare questa forma di investimento etico per finanziare in modo particolare società sensibili a problemi sociali, culturali ed ambientali.

Se negli Stati Uniti e in alcuni paesi europei l'investimento in fondi comuni etici, indicato spesso anche con il termine di investimento socialmente responsabile, costituisce una realtà già abbastanza radicata, in Italia i fondi comuni di investimento con caratteristiche etiche hanno iniziato a svilupparsi solamente in questi ultimi anni; il numero delle iniziative proposte, però, sta crescendo velocemente.

D'altra parte, se da un lato le finalità a solidaristiche e di responsabilità sociale previste dai fondi etici danno all'investitore la consapevolezza di agire "secondo coscienza" in maniera moralmente corretta, dall'altro lato, però, tali finalità possono comportare una penalizzazione del profitto dell'investimento.

Tuttavia, le motivazioni che spingono gli investitori ad acquistare quote di fondi comuni etici non si limitano al profitto ma riguardano anche gli elementi di solidarietà e di responsabilità sociale. Pertanto, un risparmiatore potrebbe ugualmente preferire un investimento con un rendimento atteso inferiore pur di avere la garanzia che il capitale sia investito in maniera etica, attraverso strumenti finanziari che favoriscono comportamenti socialmente responsabili.

Nel momento in cui si valuta la performance dei fondi etici è pertanto necessario considerare congiuntamente entrambe le finalità dell'investimento. Tuttavia, gli indicatori di performance classici non sono in grado di tenere conto di questa duplice motivazione in

quanto presuppongono che l'unica motivazione che spinge gli agenti economici sia il profitto. Ad esempio, tramite l'approccio degli indicatori numerici la performance di un fondo comune di investimento viene valutata semplicemente calcolando il rapporto fra il rendimento netto medio del fondo ed una opportuna misura di rischio dell'investimento; si vedano ad esempio i noti lavori di Sharpe (1966), Ang e Chua (1979) e Treynor (1965). Gli indici numerici non lasciano in questo modo spazio per l'inserimento nel processo di valutazione di altri elementi.

Questo lavoro si prefigge un duplice scopo. In primo luogo mira a discutere le problematiche dei fondi comuni di investimento etici, offrendo una panoramica delle strategie usualmente seguite negli investimenti socialmente responsabili. Con particolare attenzione verrà analizzata la situazione italiana riguardante l'offerta di fondi con finalità etiche.

In secondo luogo il lavoro si propone di definire un indicatore di performance dei fondi comuni di investimento etici che considera congiuntamente i diversi elementi che contribuiscono a determinare la performance complessiva di tali fondi: non solo quindi il rendimento ed il rischio dell'investimento, ma anche l'aspetto etico ed i costi di sottoscrizione e di riscatto che gravano sul sottoscrittore delle quote del fondo.

Per costruire questa misura di performance dei fondi etici si utilizza una metodologia di ricerca operativa nota come *data envelopment analysis* (DEA). La tecnica DEA è stata introdotta alla fine degli anni settanta da Charnes, Cooper e Rhodes per misurare e confrontare l'efficienza di unità decisionali caratterizzate da una struttura di molteplici input e output (si veda Charnes, Cooper e Rhodes, 1978). Recentemente la DEA è stata impiegata per valutare la performance dei fondi comuni di investimento da Murthi, Choi e Desai (1997), Morey e Morey (1999) e Basso e Funari (2001).

In particolare, un'opportuna generalizzazione dell'indice di performance DEA proposto da Basso e Funari (2001) consente di tenere conto delle finalità a solidaristiche e socialmente responsabili associate all'investimento in un fondo comune etico.

Infine, viene presentata un'analisi empirica effettuata su dati del mercato finanziario italiano.

In tale analisi la misura di performance definita per i fondi comuni di investimento etici è utilizzata per valutare la performance di alcuni fondi comuni del mercato italiano classificabili come etici e confrontarla con la performance di alcuni fondi che non presentano caratteristiche di eticità.

Il lavoro è strutturato come segue. Il prossimo paragrafo discute le finalità dei fondi comuni di investimento etici. Il paragrafo successivo analizza la situazione italiana. Nel quarto paragrafo vengono discusse le problematiche che sorgono nella valutazione della performance dei fondi comuni etici. Nel quinto paragrafo si presenta la tecnica DEA, mentre nel sesto viene proposta una tecnica per la valutazione della performance dei fondi comuni che tiene conto dell'aspetto etico. Il settimo paragrafo presenta infine i risultati dell'analisi empirica effettuata sul mercato finanziario italiano.

2. I fondi comuni di investimento etici

I fondi comuni di investimento etici sono strumenti finanziari che consentono all'investitore di combinare una decisione di investimento con obiettivi e principi di solidarietà ed impegno etico in ambiti quali la giustizia sociale, lo sviluppo economico, la pace e la difesa dell'ambiente. Si tratta di uno degli strumenti che costituiscono la cosiddetta finanza etica e che di recente hanno avuto un'ampia diffusione nel mercato italiano.

I fondi classificabili come etici sono in generale dei fondi comuni che presentano almeno uno dei seguenti elementi che caratterizzano l'aspetto etico dell'investimento:

1. *solidarietà*: questo aspetto consente al titolare della quota di devolvere parte dei proventi ad iniziative di solidarietà o ad organizzazioni operanti nel settore non profit. Tali fondi sono spesso indicati con la denominazione di *fondi solidaristici* o *fondi a devoluzione dei proventi*;
2. *responsabilità sociale*: questo elemento garantisce all'investitore una destinazione eticamente e socialmente responsabile del proprio risparmio, mediante l'imposizione di opportuni vincoli sulla scelta degli investimenti posti in essere dai gestori dei fondi.

Quando è presente tale elemento i fondi vengono solitamente denominati *fondi socialmente responsabili*.

Si osservi come nel primo caso l'investitore sia disposto a rinunciare ad una parte del suo guadagno, oppure semplicemente a rinunciare ai guadagni non normali, pur di perseguire le sue finalità solidaristiche e altruistiche. Nel secondo caso, invece, lo scopo etico viene perseguito non tramite rinunce dell'investitore e liberalità a favore di organizzazioni sociali, ma semplicemente cercando di canalizzare il risparmio a favore di settori considerati socialmente meritevoli o anche solo evitando di collocare il denaro raccolto in azioni di società che non rispondono a determinati parametri o criteri di eticità. Si vedano a tale proposito, ad esempio, Narduzzi, (1997), Marchesini (1999), Pezzatti (2000) e Beltratti e Miraglia (2001).

Va sottolineato, in particolare, che la seconda modalità di investimento tiene conto anche degli effetti sociali ed ambientali delle attività intraprese dalle aziende emittenti. Il termine *social responsible investments*, impiegato negli Stati Uniti per identificare tutte quelle particolari forme di investimento che integrano nelle decisioni finanziarie considerazioni di natura sociale ed ambientale, sottintende proprio questo aspetto, legato alla natura socialmente responsabile dell'investimento finanziario.

A questo proposito è ovviamente importante riconoscere le aziende i cui comportamenti rispettano criteri e parametri di eticità. Per questo motivo esistono alcune società ed istituti di ricerca che monitorano, valutano e classificano le imprese, fornendo un rating delle stesse sia da un punto di vista sociale che da un punto di vista ambientale. Le aziende sono in generale classificate sulla base di parametri che tengono conto ad esempio dell'impatto sociale e ambientale e della gestione delle risorse umane.

Un esempio di società a che offre una certificazione etica è fornito dalla famosa Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD), gestore di un database di profili di aziende delineato sulla base di molte e articolate informazioni sull'attività aziendale, che includono, fra l'altro, informazioni sull'impatto che l'azienda esercita sulla collettività locale in termini di donazioni, sostegno educativo e relazioni sociali, informazioni sulla capacità dell'azienda di sostenere pro-

grammi di reclutamento di persone disabili, programmi di prevenzione nei confronti dell'inquinamento ambientale, informazioni sulla qualità del prodotto aziendale, ricerca e sviluppo, salvaguardia ambientale (si veda a tale proposito il sito web della KLD).

In Italia un'esperienza recente è rappresentata dall'istituto di ricerca Avanzi che, fra le altre cose, fornisce agli investitori informazioni significative sul comportamento ambientale e sociale delle società italiane quotate e conduce indagini sugli investimenti socialmente responsabili in Europa (si vedano Maggio, 2000l, e il sito web della Avanzi).

La comparsa della finanza etica è relativamente recente. Comunque, in particolare negli Stati Uniti, gli strumenti di investimento socialmente responsabili sono importanti e hanno fatto rilevare una crescita esponenziale. Secondo i dati riportati nel *2001 Trends Report* elaborato dal Social Investment Forum, associazione nazionale di categoria, l'ammontare gestito tramite portafogli selezionati sulla base di elementi etici in base ad una strategia di tipo *screening*, negli USA è passato da 1497 miliardi di dollari nel 1999 a 2030 miliardi nel 2001, con una crescita del 36 %. Dei 1497 miliardi complessivamente riferiti al 1999, 154 miliardi (il 10:3 %) riguardano i fondi comuni di investimento con responsabilità a sociale, mentre nel 2001 il peso dei fondi comuni sul totale degli investimenti socialmente responsabili, in termini di ammontare gestito, è sceso al 7:5 %. C'è comunque da notare che complessivamente il numero di fondi comuni di investimento che incorporano una strategia di *screening* etico è cresciuto nel biennio 1999-2001, passando da 168 a 230.

Può essere interessante analizzare le diverse direzioni lungo le quali si sviluppa usualmente l'investimento socialmente responsabile, cioè quello relativo all'aspetto etico indicato sopra al punto 2.

Generalmente vengono identificate tre strategie (si vedano il *2001 Trends Report* del Social Investment Forum e il sito web dell'UK Social Investment Forum):

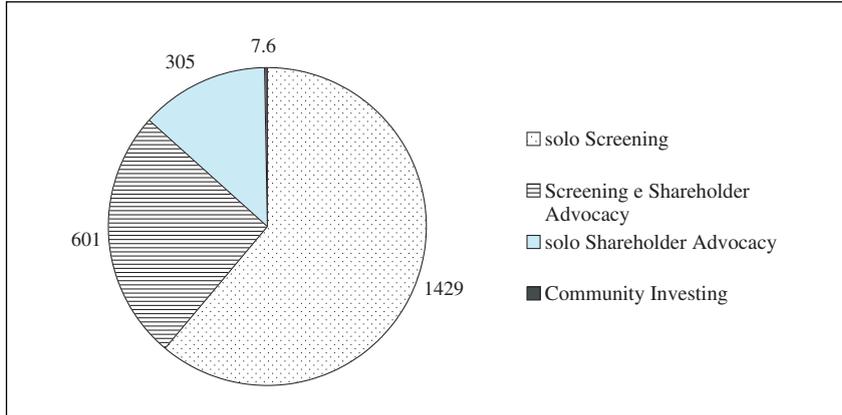


Figura 1: Ripartizione degli investimenti socialmente responsabili negli Stati Uniti relativi all'anno 2001 in base alla strategia di investimento adottata (fonte: Social Investment Forum, 2001).

- Screening etico:* strategia che consiste nel selezionare, sulla base di elementi sociali e ambientali, i titoli da inserire nei portafogli finanziari o nei fondi comuni di investimento. La selezione può essere intesa sia in termini di esclusione di alcune società dai portafogli di investimento, sulla base del loro profilo contrario a criteri di responsabilità sociale (*screening negativo*), sia in termini di inserimento nel portafoglio di investimenti in società selezionate sulla base del loro comportamento eticamente e socialmente meritevole (*screening positivo*).
- Cause-based investing* (strategia di investimento basata sulle cause): strategia che consiste nel sostenere, finanziandole tramite opportuni investimenti, delle cause particolari o determinate attività a particolarmente meritevoli o svantaggiate. Gli investimenti cause-based non costituiscono delle donazioni, in quanto si sostanziano o in partecipazioni al capitale sociale di imprese che si vogliono sostenere o nella concessione di finanziamenti (sotto forma di prestiti) ad imprese socialmente meritevoli che non possono accedere in modo adeguato al credito bancario. Tali prestiti, che comunque prevedono la restituzione del capitale, a secon-

da dei casi possono essere concessi a tassi di mercato o a condizioni agevolate. La strategia cause-based è nota anche con il termine *community investing*, ad indicare che le risorse finanziarie sono spesso investite a sostegno delle comunità urbane e rurali.

- *Shareholder advocacy* (influenza dell'azionista): strategia che consiste nell'utilizzare i mezzi a disposizione degli investitori in quanto azionisti di una società (ad esempio il dialogo con la società e il diritto di voto) per migliorare il comportamento dell'azienda riguardo ai criteri di responsabilità sociale.

Da una recente indagine condotta in Gran Bretagna per valutare l'atteggiamento dei gestori finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili risulta che l'approccio più frequentemente utilizzato dai gestori intervistati è una strategia di screening negativo; la maggioranza degli intervistati utilizza comunque in modo combinato due o più strategie (si veda Deloitte & Touche, 2002).

La figura 1 evidenzia la ripartizione degli investimenti socialmente responsabili negli Stati Uniti relativi all'anno 2001 in base alla strategia di investimento adottata. Si può osservare che la fetta più rilevante degli investimenti socialmente responsabili fa ricorso ad una strategia di *screening*; a tale strategia sono riconducibili investimenti per ben 2030 miliardi di dollari, così suddivisi: 1429 miliardi sono relativi agli investimenti che adottano solamente screening mentre 601 miliardi riguardano investimenti che adottano sia una strategia di *screening* che una di *shareholder advocacy*. Inoltre, una strategia di *shareholder advocacy* coinvolge complessivamente 906 miliardi di dollari (305 come unica strategia etica adottata e 601 congiuntamente ad una strategia di *screening*). Solamente 7.6 miliardi sono invece riferiti ad una strategia di *community investing*; va rilevato, però, che gli investimenti cause-based sono cresciuti del 41 % rispetto al 1999 (si veda il *2001 Trends Report* del Social Investment Forum).

3. I fondi comuni etici in Italia

In Italia i fondi comuni di investimento aperti sono stati istituiti con la legge 25 marzo 1983 n.77; l'aggettivo aperto indica la possibilità concessa all'investitore di chiedere in ogni momento il rimborso

delle quote. Risale invece ad una data successiva l'istituzione dei fondi chiusi (legge 14 agosto 1993, n. 344).

Di recente, inoltre, con la comparsa dei fondi con finalità etiche, gli investitori hanno avuto la possibilità di indirizzare il proprio risparmio verso fondi comuni aperti che tengono conto anche degli aspetti socialmente responsabili legati all'investimento.

Le tabelle 1 e 2 riportano alcuni dati che riguardano i principali fondi comuni di investimento etici attualmente gestiti da società di gestione italiane. Come si può osservare, la fase di avvio dei fondi etici può essere fatta risalire al 1989, anche se è solamente a partire dal 1994 che il numero di fondi con caratteristiche etiche ha iniziato a crescere in modo consistente.

Nella tabella 1 è riportata la classificazione dei fondi comuni in base alla tipologia di investimento (fondi azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili) e la categoria di appartenenza sulla base della classificazione attualmente in vigore, così come proposta da Assogestioni. Si osservi che al momento attuale i fondi etici italiani rientrano principalmente nelle categorie dei fondi obbligazionari e azionari altre specializzazioni e in quella degli obbligazionari misti.

La tabella 2 illustra, sempre per i fondi etici italiani, il patrimonio gestito, le principali caratteristiche di eticità e la modalità di distribuzione dei proventi. Si noti come solamente in alcuni casi i fondi esaminati prevedano la distribuzione periodica ai sottoscrittori dei proventi

Nome fondo	Società di gestione	Categoria		Data di costituzione
Ras Cedola	Ras A.M.	obbligazionario	OAS	14/06/89
Gestnord Ambiente	Gestnord Fondi	azionario	AST	21/02/94
Eurom. Green Eq. Fund	Euromobiliare A.M.	azionario	AST	04/07/94
Azimut Solidity	Azimut Gestione Fondi	obbligazionario	OMI	23/11/95
Bip.F.Et. R.Caput Mundi	Bipielle Fondicri	obbligazionario	OMI	02/07/96
Sanpaolo Az. Int. Etico	Sanpaolo Imi A.M.	azionario	AAS	04/06/97
Sanpaolo Obb. Est. Etico	Sanpaolo Imi A.M.	obbligazionario	OAS	04/06/97
Sanpaolo Obb. Etico	Sanpaolo Imi A.M.	obbligazionario	OAS	04/06/97
Nordfondo Etico	Gestnord Fondi	obbligazionario	OMI	29/03/99
Geo European Ethical	Nextra I.M.	bilanciato	BBI	17/10/00
Bnl per Telethon	Bnl Gestioni	obbligazionario	OMI	15/11/00

Ducato Civita	Monte Paschi A.M.	flessibile	FLE	04/06/01
Ducato Ambiente	Monte Paschi A.M.	azionario	AAS	04/06/01

Tabella 1: Caratteristiche principali dei fondi comuni di investimento etici in Italia. Le categorie indicate hanno il seguente significato: AAS = azionari altre specializzazioni, AST = azionari settoriali, OMI = obbligazionari misti, OAS = obbligazionari altre specializzazioni, BBI = bilanciati, FLE = Flessibili.

Nome fondo	Patrimonio	Eticità		Distribuzione dei proventi
		1. Solidarietà	2. Resp.sociale	
Ras Cedola	882.9	•		•
Gestnord Ambiente	5.5	•	•	
Euromob. Green Equity Fund	140.2		•	
Azimut Solidity	58.8	•		
Bip.F.Etico R.Caput Mundi	60.1	•	•	
Sanpaolo Az. Internaz. Etico	620.0	•	•	
Sanpaolo Obblig. Estero Etico	23.1	•	•	
Sanpaolo Obblig. Etico	431.2	•	•	•
Nordfondo Etico	11.4	•		
Geo European Ethical	44.6		•	
Bnl per Telethon	17.4	•	•	
Ducato Civita	13.5		•	
Ducato Ambiente	9.6		•	

Tabella 2: Patrimonio netto gestito alla data 28/06/2002 (in milioni di Euro) e caratteristiche di eticità dei fondi comuni di investimento etici in Italia. L'ultima colonna indica i fondi che distribuiscono periodicamente i proventi.

ottenuti. La situazione più frequente è rappresentata dal reinvestimento dei proventi direttamente nel fondo (fondi ad accumulazione dei proventi).

Particolarmente interessante è l'analisi del profilo etico dei fondi italiani. Nella tabella 2 sono analizzate alcune delle caratteristiche di eticità dei fondi, con l'indicazione, per ciascun fondo, della presenza o meno dell'elemento solidaristico e di quello collegato alla responsabilità sociale dell'investimento. C'è da rilevare che l'esperienza italiana dei fondi etici prevede le seguenti modalità di perseguimento dell'elemento solidaristico:

- la società di gestione devolve una parte delle commissioni di gestione ad iniziative solidaristiche o a particolari organizzazioni non profit;

- l'investitore devolve (o può scegliere se devolvere o meno) una parte dei proventi realizzati ad iniziative solidaristiche o a particolari organizzazioni operanti nel settore non profit.

Si può notare come nel mercato finanziario italiano siano presenti entrambi gli elementi che caratterizzano l'aspetto etico dell'investimento. Molti fondi etici italiani sono gestiti secondo criteri socialmente responsabili e la responsabilità sociale dell'investimento viene perseguita mediante l'utilizzo di una strategia di screening, sia negativo che positivo. Si noti, inoltre, come molto spesso l'elemento di responsabilità sociale sia affiancato, o addirittura sostituito, dall'elemento solidaristico.

Alcuni esempi di fondi italiani socialmente responsabili sono offerti dai fondi gestiti dalla società San Paolo Imi Asset Management S.G.R. I tre fondi

Sanpaolo azionario internazionale etico,

Sanpaolo obbligazionario estero etico,

Sanpaolo obbligazionario etico

fanno parte del Sistema Etico di San Paolo IMI Asset Management S.G.R. I fondi appartenenti al Sistema Etico perseguono le loro finalità socialmente responsabili orientando le risorse verso strumenti finanziari di emittenti che al momento dell'investimento non rientrano nei casi di esclusione precisati e si contraddistinguono per il perseguimento di un comportamento socialmente meritevole. Ad esempio, qualora l'emittente sia una società, i fondi del Sistema Etico tendono ad escludere quelle società che realizzano una parte rilevante del proprio giro d'affari o del proprio utile attraverso la produzione o la commercializzazione di armi, tabacco, alcolici e prodotti lesivi della dignità dell'uomo e della sua salute, o che producono o realizzano impianti per la produzione di energia nucleare; vengono invece selezionati i titoli di quelle società a che risultano sensibili nei confronti del problema della tutela dell'ambiente, che si impegnano in attività e progetti che possono contribuire ad un miglioramento della qualità della vita, e che mostrano attenzione, durante le fasi di progettazione e di produzione, alle caratteristiche di qualità e sicurezza dei prodotti (si vedano Maggio, 2000b, e il sito web di San Paolo Imi).

I fondi che appartengono al Sistema Etico prevedono anche l'impegno

della società di gestione di finanziare progetti e iniziative di carattere umanitario tramite la devoluzione di una percentuale uguale allo 0.01% del patrimonio netto medio mensile complessivo dei fondi del Sistema Etico in ciascun esercizio annuale. Inoltre ai sottoscrittori delle quote del fondo **Sanpaolo obbligazionario etico** è data la possibilità di devolvere ad enti o associazioni benefiche una parte dei ricavi messi in pagamento dal fondo (si veda il sito web di San Paolo Imi).

Anche in Italia le società di gestione che perseguono strategie di screening fanno spesso uso di informazioni riguardanti la responsabilità sociale delle imprese raccolte da organizzazioni competenti. Inoltre, in alcuni dei fondi che sono gestiti secondo criteri socialmente responsabili è prevista anche la presenza di un *comitato etico*, con il compito di definire le linee guida dell'investimento secondo criteri di responsabilità sociale e di controllare l'opera dei gestori affinché gli investimenti rispettino tali indicazioni. È questo, ad esempio, il caso della società di gestione San Paolo Imi Asset Management S.G.R., che si avvale dell'ausilio della banca dati KLD per selezionare i titoli con cui comporre il fondo Sanpaolo azionario internazionale etico. Inoltre le scelte gestionali del Sistema Etico San Paolo Imi sono esaminate da un comitato etico che, periodicamente, verifica la corrispondenza delle scelte di gestione con i principi etici dichiarati (si veda Maggio, 2000a).

Anche il fondo **Geo European Ethical**, che investe il capitale gestito in titoli di aziende europee, utilizza i criteri di valutazione della responsabilità sociale d'impresa elaborati da un'associazione specializzata, Finetica (si veda Maggio, 2000h). Finetica è un osservatorio sulla finanza etica, istituito recentemente in Italia tramite la collaborazione di ricercatori della Pontificia università a lateranense e dell'Università a Bocconi di Milano. È interessante il fatto che i criteri di valutazione della responsabilità sociale d'impresa messi a punto da Finetica sono impiegati dalla società Ethical Capital Partners, a partire da maggio 2000, per la costruzione dell'*Ethical Euro Index*, il primo benchmark europeo per gli investimenti socialmente responsabili (si vedano Maggio, 2000g, e il sito web della Ethical Capital Partners).

Per completezza si riporta di seguito, per ciascuno dei fondi etici non ancora citati, una breve descrizione degli elementi principali che caratterizzano la componente etica dell'investimento.

Ras cedola. Il fondo offre all'investitore la possibilità di devolvere una parte dei proventi a particolari organizzazioni non profit; originariamente i proventi potevano essere devoluti unicamente al CIPSI, il Coordinamento di iniziative popolari di solidarietà, che riunisce 27 organizzazioni accomunate dalla vocazione ad operare nei paesi in via di sviluppo con programmi finalizzati alla creazione di attività a produttive e posti di lavoro (si vedano i siti web di RAS A.M. e di SoldiOnline).

Gestnord ambiente. Il fondo investe in aziende che operano in almeno uno dei seguenti settori: controllo dell'inquinamento atmosferico, smaltimento dell'amianto, processi tecnologici per la conversione energetica, monitoraggio e controllo dell'ambiente, ingegneria e consulenza ambientale, smaltimento dei rifiuti tossici o generici e riciclaggio, controllo dell'inquinamento, sistemi per il trattamento delle acque, servizi di ripristino. Inoltre la società di gestione devolve ad alcune delle principali organizzazioni non profit impegnate nella tutela ambientale e nella conservazione della natura una parte delle commissioni di gestione (si vedano Maggio, 2000f, e il sito web di Gestnordfondi).

Euromobiliare Green Equity Fund. Il fondo prevede l'investimento in titoli di società attive nei settori della sanità, dell'ecologia, della tutela dell'ambiente o che comunque favoriscono attraverso la loro azione la salvaguardia del patrimonio ambientale ed artistico (si veda il sito web della Euromobiliare Asset Management S.G.R.).

Azimut Solidity. Consente ai sottoscrittori di devolvere una parte dei rendimenti (il 25 % o il 50 % della differenza tra il rendimento effettivo del fondo e il rendimento dei certificati di deposito a sei mesi) ad una delle organizzazioni umanitarie partner dell'iniziativa "Progetto Solidarietà" (Unicef, Lega tumori, Missioni Don Bosco, Missionari comboniani, Fondazione Exodus, Lega del Filo d'oro, Istituto Giannina Gaslini e Unione italiana lotta alla distrofia muscolare). Anche la società di gestione si impegna a destinare annualmente alle organizzazioni partner una somma uguale allo 0,24 % del patrimonio gestito (si vedano Maggio, 2000d, e il sito web di Azimut).

Bipielle Fondicri Etico Roma Caput Mundi. Si tratta di un fondo comune di investimento costituito per finanziare l'arte e la cultura. Il fondo indirizza i propri investimenti verso emittenti le cui attività non siano in contrasto con l'ambiente e con i diritti dell'uomo. Sono esclusi gli investimenti in titoli di emittenti che operano nel settore degli armamenti. Inoltre, sul primo versamento, a prescindere dall'ammontare dell'importo versato, la società di gestione è autorizzata a prelevare un importo prefissato per versarlo a titolo di liberalità sul conto dell'associazione Roma Caput Mundi, associazione che ha come obiettivo il recupero del patrimonio artistico di Roma. Fondicri inoltre rinuncia all'applicazione delle commissioni di collocamento in favore della liberalità prevista per l'associazione Roma Caput Mundi (si vedano Maggio, 2000c, e il sito web di Roma Caput Mundi).

Nordfondo etico. Il fondo ha una connotazione etica in quanto la società di gestione devolve la metà delle commissioni di gestione a favore delle seguenti organizzazioni umanitarie: Gruppo Abele, Associazione amici dei bambini, Aibi, Associazione tempo libero handicappati-Atlha e Unicef (si vedano Maggio, 2000e, e il sito web di Gestnordfondi).

BNL per Telethon. Per la componente azionaria il fondo seleziona i titoli sulla base del soddisfacimento di particolari vincoli etici. Sono privilegiati i titoli delle società che svolgono attività rispettose dell'ambiente o a tutela dei diritti dell'uomo. Sono invece escluse le società che svolgono attività di commercio o produzione di manufatti bellici o di prodotti inquinanti o pericolosi per l'ambiente. Per controllare il rispetto di questi criteri la società BNL Gestioni è affiancata da un comitato etico consultivo che elabora gli indirizzi delle scelte di investimento, in linea con i principi di tipo etico contenuti nel regolamento. Inoltre il comitato controlla che le decisioni di investimento siano attuate in modo conforme a questi principi. Il fondo prevede anche la devoluzione a favore della fondazione Telethon di metà delle commissioni di gestione (si veda Maggio, 2000i e il sito di BNL Gestioni S.G.R.).

Ducato civita. Tramite il fondo Ducato civita la società di gestione Monte dei Paschi di Siena indirizza gli investimenti verso soggetti le cui attività non siano in contrasto con i diritti dell'uomo e con

l'ambiente (si veda il sito web del Monte dei Paschi di Siena).

Ducato ambiente. Il fondo investe in azioni di società internazionali che si distinguono per un impegno significativo verso la tutela dell'ambiente e il rispetto di principi etici. La gestione del fondo Ducato ambiente si avvale dell'apporto di un comitato scientifico consultivo che fornisce indicazioni sui principi etici e di salvaguardia dell'ambiente (si veda il sito web del Monte dei Paschi di Siena).

4. La valutazione della performance dei fondi comuni etici

Se da un lato gli elementi di solidarietà e di responsabilità sociale presenti nei fondi etici soddisfano un bisogno profondo dell'individuo di essere consapevole di aver agito secondo coscienza in maniera socialmente utile, dall'altro lato, però, tali elementi possono comportare una penalizzazione dal punto di vista del rendimento finanziario dell'investimento.

Tale penalizzazione agisce in maniera evidente, abbassando direttamente il rendimento netto per l'investitore, nei fondi a devoluzione dei proventi ma agisce, anche se in maniera indiretta e meno evidente, pure nei fondi socialmente responsabili, attraverso i vincoli posti dall'obiettivo etico ai gestori del fondo nella scelta dei titoli in cui investire il capitale raccolto.

In realtà, alcuni studi empirici, che hanno analizzato le performance dei titoli considerati socialmente responsabili su dati statunitensi relativi ad alcuni anni tra il 1987 e il 1998, non avvalorano affatto l'idea che gli investimenti nei fondi comuni di investimento socialmente responsabili forniscano un profitto inferiore rispetto a quello fornito mediamente dai fondi non etici.

Ad esempio, Guerard (1996) riporta in sintesi le conclusioni di vari studi che analizzano sia le performance dei titoli che compongono il Domini Social Index (DSI) negli anni successivi alla sua creazione sia quelle di alcuni fondi comuni di investimento socialmente responsabili. Il Domini Social Index è un indice creato nel maggio 1990 dalla KLD (Kinder, Lydenberg, Domini & Co.) perché fosse utilizzato come benchmark dai portafogli e dai fondi comuni di investimento socialmente responsabili; l'indice KLD è composto con criteri simili a quel-

li dell'indice S&P 500 e comprende le 400 principali società a statunitensi che possono essere considerate socialmente responsabili.

Gli studi empirici riportati da Guerard (1996) confrontano da un lato i rendimenti dell'indice DSI con quelli dell'indice S&P 500 e dall'altro i rendimenti registrati da un campione di fondi comuni di investimento socialmente responsabili con quelli di un campione di fondi comuni non etici. I risultati di entrambi i tipi di studi portano a concludere che le differenze nei rendimenti tra i titoli o i fondi socialmente responsabili e quelli che non hanno vincoli etici non sono in genere statisticamente significative e, comunque, non sono necessariamente a sfavore dei fondi socialmente responsabili.

A conclusioni sostanzialmente analoghe giunge lo studio condotto da Statman (2000) sul confronto tra le performances di un insieme di fondi comuni di investimento socialmente responsabili (tratti dall'elenco dei fondi socialmente responsabili pubblicato da Morningstar) e le performances degli indici S&P 500 e DSI, utilizzati come *benchmark*.

Anche i risultati della simulazione empirica effettuata da Becchetti e Fucito (1999) su un campione di 541 titoli quotati al London Stock Exchange nel periodo 1989-1997 confermano tali conclusioni, mostrando come strategie attive e passive composte da titoli classificati come socialmente responsabili ottengano rendimenti non significativamente inferiori (e anzi in alcuni casi superiori) rispetto a quelli forniti da portafogli composti prescindendo da vincoli di eticità.

In ogni caso, è evidente che le motivazioni che spingono gli investitori ad investire i propri risparmi nei fondi comuni di investimento etici non si limitano al solo desiderio di ottenere dal proprio investimento un profitto il più elevato possibile ma riguardano anche gli elementi di solidarietà e di responsabilità sociale propri di tali fondi. Di tale duplice motivazione è necessario tenere conto nel momento in cui si valuta la performance dei fondi etici in contrapposizione a quella fornita dai fondi comuni privi di motivazioni etiche.

D'altro canto, gli indicatori di performance classici non sono in grado di tenere conto di questa duplice motivazione in quanto presuppongono per definizione che l'unico aspetto da valutare sia il rendimento, che si desidera abbia il valore atteso più elevato possibile con il minimo rischio.

In particolare, gli indici di performance tradizionali misurano la performance dei fondi comuni di investimento sintetizzando in un unico valore numerico il rendimento atteso e un indice di rischio. È questo il caso, ad esempio, degli indicatori definiti come rapporto tra l'*excess return* atteso e un indicatore di rischio dell'investimento. Tra questi indicatori troviamo il noto indice *reward-to-volatility* di Sharpe (Sharpe, 1966)

$$I_{j,Sharpe} = \frac{E(R_j) - \delta}{\sigma_j}, \quad (1)$$

che utilizza come indice di rischio lo scarto quadratico medio del rendimento; R_j indica il tasso di rendimento del fondo comune j , $E(R_j) - \delta$ indica l'*excess return* atteso del fondo j , cioè la differenza tra il rendimento atteso del fondo $E(R_j)$ e il tasso di interesse per le attività prive di rischio δ , e $\sigma_j = \sqrt{V ar(R_j)}$ è lo scarto quadratico medio del tasso di rendimento.

Troviamo però anche l'indice *reward-to-half-variance* (Ang e Chua, 1979)

$$I_{j,half-var} = \frac{E(R_j) - \delta}{\sqrt{HV_j}}, \quad (2)$$

che misura il rischio con la radice della *half-variance* $HV_j = E(\min[R_j - E(R_j); 0])^2$, che rappresenta la media del quadrato dei soli scostamenti negativi dalla media, e l'indice *reward-to-variability* di Treynor (Treynor, 1965)

$$I_{j,Treynor} = \frac{E(R_j) - \delta}{\beta_j}, \quad (3)$$

che misura il rischio attraverso il *beta* del portafoglio $\beta_j = Cov(R_j, R_m)/V ar(R_m)$, che rappresenta il rapporto tra la covarianza fra il rendimento del portafoglio R_j e il rendimento R_m del portafoglio di

mercato e la varianza del rendimento del portafoglio di mercato. Lo stesso accade con gli indicatori di performance che fanno riferimento alla nota teoria del C.A.P.M. (*capital asset pricing model*) o alle sue estensioni; tra questi citiamo l'indice *alfa* di Jensen (Jensen, 1968), che misura la performance del fondo comune mediante l'intercetta α_j della seguente retta di regressione ottenuta nell'ambito del C.A.P.M.

$$E(R_j) - \delta = \alpha_j + \beta_j[E(R_m) - \delta]. \quad (4)$$

Come si nota, nessuno di questi indicatori consente di considerare nella misurazione della performance gli elementi etici pure presenti nei fondi e ritenuti importanti dagli investitori.

Al fine di definire una misura della performance che riesca a tenere conto sia del rendimento che dei contenuti di eticità di un fondo comune di investimento introdurremo nel prossimo paragrafo una tecnica di misurazione della performance di unità decisionali che consente di considerare simultaneamente più o obiettivi tra loro confliggenti, la tecnica DEA. Nel paragrafo successivo questo approccio verrà utilizzato per definire una misura appropriata per la valutazione della performance dei fondi comuni etici.

5. La data envelopment analysis

La *data envelopment analysis* (DEA) è una tecnica basata sull'ottimizzazione che è stata originariamente proposta da Charnes, Cooper e Rhodes (1978) per valutare la performance relativa di unità decisionali caratterizzate da una struttura multi-input/multi-output.

In questa categoria di unità decisionali ricadono, ad esempio, le istituzioni pubbliche con autonomia decisionale e finalità non profit quali le scuole, gli ospedali, le università e così via, che vengono valutate sulla base di obiettivi diversi e spesso in conflitto tra di loro. In questo tipo di unità decisionali la presenza di obiettivi tra loro confliggenti rende difficile identificare un indicatore di efficienza soddisfacente, che non può certo limitarsi alla misurazione del profitto.

In realtà la metodologia DEA ha trovato ampia applicazione anche nella valutazione di molte società orientate al profitto, con numero-

se applicazioni, ad esempio, alla valutazione degli sportelli bancari. Anche tutte queste unità, infatti, richiedono delle risorse di input e in cambio forniscono degli output che possono essere valutati sulla base di obiettivi diversi. Per una bibliografia sulle varie applicazioni della tecnica DEA si rimanda a Cooper, Seiford e Tone (2000).

Charnes, Cooper e Rhodes (1978) propongono di utilizzare un indicatore di efficienza che è essenzialmente definito come il rapporto tra una somma pesata degli output (che misurano il raggiungimento dei diversi obiettivi) e una somma pesata degli input (che possono essere intesi come le risorse che sono state richieste dall'unità decisionale per raggiungere i propri obiettivi).

Ovviamente, la definizione di un rapporto di somme pesate richiede la determinazione dei pesi e tale determinazione costituisce spesso un problema non facilmente risolvibile. Charnes, Cooper e Rhodes suggeriscono di definire l'indicatore di efficienza scegliendo per ciascuna unità i pesi ad essa più favorevoli. Con una simile scelta i pesi utilizzati saranno in generale diversi per ogni unità; tuttavia, il ragionamento che sta alla base del metodo è che in tal modo un'unità che risulta inefficiente non può nascondersi dietro alla scusa di essere stata penalizzata dalla scelta dei pesi.

I pesi "più favorevoli" per un'unità vengono scelti come i pesi che rendono massimo il valore del rapporto che definisce l'efficienza dell'unità considerata, con il vincolo che la misura dell'efficienza di tutte le unità dell'insieme di riferimento, calcolate con tali pesi, non superi un valore massimo prefissato, di solito scelto pari a 1 o a 100. In tal modo un valore dell'indicatore di efficienza pari a 1 (supponendo che sia questo il valore scelto come limitazione superiore) caratterizza le unità efficienti; tali unità, infatti, almeno scegliendo i pesi ad esse più favorevoli, non risultano dominate da altre unità. Si ottiene così una misura di efficienza paretiana in cui le unità efficienti giacciono sulla frontiera efficiente; si veda a tale proposito Cooper, Seiford e Tone (2000).

Descriviamo brevemente il modello DEA di base proposto da Charnes, Cooper e Rhodes (1978). Utilizzeremo la seguente notazione:

$j = 1, 2, \dots, n$ unità decisionali
 $r = 1, 2, \dots, t$ output
 $i = 1, 2, \dots, m$ input

y_{rj}	ammontare dell'output r per l'unità j
x_{ij}	ammontare dell'input i per l'unità j
u_r	peso attribuito all'output r
v_i	peso attribuito all'input i .

La misura di efficienza DEA per l'unità decisionale j_0 , con $j_0 = 1, 2, \dots, n$, è determinata risolvendo il seguente problema di massimizzazione

$$\max_{\{v_i, u_r\}} \frac{\sum_{r=1}^t u_r y_{rj_0}}{\sum_{i=1}^m v_i x_{ij_0}} \quad (5)$$

con i vincoli

$$\frac{\sum_{r=1}^t u_r y_{rj}}{\sum_{i=1}^m v_i x_{ij}} \leq 1 \quad j = 1, 2, \dots, n \quad (6)$$

$$u_r \geq \varepsilon \quad r = 1, 2, \dots, t \quad (7)$$

$$v_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, m, \quad (8)$$

dove ε è un numero positivo sufficientemente piccolo che assicura che i pesi rimangano strettamente positivi. Il valore ottimo della funzione obiettivo (5) fornisce la misura di efficienza attribuita all'unità j_0 . Ciò significa che per determinare le misure di efficienza delle altre unità si dovranno risolvere dei problemi di massimizzazione analoghi: si dovrà risolvere un problema di massimizzazione per ciascuna delle unità decisionali da valutare.

Da un punto di vista matematico il modello DEA (5)-(8) costituisce un problema di programmazione lineare frazionaria; tale problema può essere tradotto, mediante delle opportune trasformazioni, in un problema di programmazione lineare. In particolare, ponendo $\sum_{i=1}^m v_i x_{ij} = 1$ si ottiene il seguente problema di programmazione lineare equivalente, indicato come modello lineare input-oriented CCR (da Charnes, Cooper e Rhodes)

$$\max \sum_{r=1}^t v_r y_{rj_0} \quad (9)$$

con i vincoli

$$\sum_{i=1}^m v_i x_{ij_0} = 1 \quad (10)$$

$$\sum_{r=1}^t u_r y_{rj} - \sum_{i=1}^m v_i x_{ij} \leq 0 \quad j = 1, 2, \dots, n \quad (11)$$

$$-u_r \leq -\varepsilon \quad r = 1, 2, \dots, t \quad (12)$$

$$-v_i \leq -\varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, m, \quad (13)$$

6. Una tecnica per la valutazione della performance dei fondi comuni che tiene conto dell'aspetto etico

Nel paragrafo precedente si è visto come l'approccio DEA sia stato proposto per misurare l'efficienza di unità decisionali in presenza di una struttura multi-input/multi-output. Tale approccio può essere utilizzato anche per valutare la performance dei fondi comuni di investimento. Utilizzato in tal senso, in particolare, consente di tenere conto nel processo di valutazione di diversi aspetti rilevanti per l'investitore, sia dal punto di vista degli inputs che da quello degli outputs.

A tale proposito la tecnica DEA è stata recentemente utilizzata per valutare la performance dei fondi comuni di investimento da Murthi, Choi e Desai (1997), Morey e Morey (1999) e Basso e Funari (2001). In particolare, la metodologia DEA può essere utilizzata per definire degli indicatori di performance che tengono conto anche dei costi di sottoscrizione e di riscatto e possono prendere in considerazione diverse misure di rischio simultaneamente.

Un primo indicatore di performance dei fondi comuni che applica la metodologia DEA è l'indice DPEI proposto da Murthi, Choi e Desai (1997). Tale indicatore considera il rendimento del fondo comune come unico output e lo scarto quadratico medio del rendimento e i costi di transazione come inputs, assieme ad altri oneri, quali le spese operative, le commissioni di gestione, le spese di mercato e amministrative, e ad un rapporto che misura il turnover delle transazioni.

Successivamente, Basso e Funari (2001) sviluppano un indicatore, denominato $I_{DEA} - 1$, che da un lato generalizza l'indice DPEI consentendo

di considerare diverse misure di rischio simultaneamente e dall'altro se ne discosta riguardo ai costi di transazione presi in considerazione.

In particolare, l'indice $I_{DEA} - 1$ include tra gli input solamente i costi di sottoscrizione e di riscatto che gravano direttamente sull'investitore, tralasciando invece gli altri oneri che risultano già dedotti dalle quotazioni dei fondi.

Si consideri un insieme di n fondi comuni di investimento $j = 1, 2, \dots, n$ con rendimenti rischiosi R_j e siano:

- 0_j una misura del rendimento del fondo j
- q_{1j}, \dots, q_{hj} h misure di rischio per il fondo j
- c_{1j}, \dots, c_{kj} k costi di sottoscrizione e/o di riscatto richiesti dal fondo j
- u peso attribuito alla misura del rendimento 0_j
- v_i peso attribuito alla misura di rischio i ($i = 1, 2, \dots, h$)
- w_i peso attribuito al costo i ($i = 1, 2, \dots, k$).

Come output 0_j il modello di Basso e Funari (2001) considera una misura del rendimento, che può coincidere o con il rendimento atteso $E(R_j)$ o con l'*excess return* atteso $E(R_j) - \delta$.

Come inputs, il modello considera i costi di sottoscrizione e di riscatto e diverse misure di rischio;

in particolare, tra le misure di rischio considerate si possono tipicamente includere lo scarto quadratico medio del rendimento σ_j , la radice dell'indicatore di rischio *half-variance* $\sqrt{HV_j}$ e il coefficiente *beta* β_j .

L'indice di performance $I_{DEA} - 1$ per il fondo j_0 , $I_{j_0, DEA} - 1$, è calcolato come valore ottimo della funzione obiettivo del seguente problema DEA

$$\max_{\{u, v_i, w_i\}} \frac{u o_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j_0} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j_0}} \quad (14)$$

con i vincoli

$$\frac{u o_j}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j}} \quad j = 1, 2, \dots, n \quad (15)$$

$$u \geq \varepsilon \quad (16)$$

$$v_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, h \quad (17)$$

$$w_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, k. \quad (18)$$

Pertanto si ha

$$I_{j_0,DEA} - 1 = \frac{u^* o_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i^* q_{i j_0} + \sum_{i=1}^k w_i^* c_{i j_0}}, \quad (19)$$

dove con l'asterisco si sono indicati i valori ottimi delle variabili.

È interessante notare che l'equazione (19) sembra suggerire una generalizzazione degli indicatori classici di performance (1)-(3), definiti come rapporto tra un indicatore di rendimento ed uno di rischio del portafoglio. In effetti si può dimostrare (si veda Basso e Funari, 2001) che l'indice $I_{DEA} - 1$ generalizza effettivamente gli indici di Sharpe, di Treynor e *reward-to-half-variance*.

La definizione dell'indice di performance $I_{DEA} - 1$ si presta abbastanza bene ad una generalizzazione che mira alla definizione di una procedura di valutazione dell'efficienza dei fondi comuni etici, in grado di tenere conto non solo del rendimento e del rischio (ed eventualmente dei costi di ingresso e uscita) del portafoglio ma anche del perseguimento degli scopi etici che esso si prefigge.

Il primo passo in questa direzione consiste nel definire un indicatore di eticità che misuri il livello di responsabilità sociale dei vari fondi. In effetti, esistono dei tentativi recenti di definizione di indicatori di rating che mirano a suddividere i fondi in categorie "etiche" sulla base delle restrizioni, più o meno stringenti, imposte ai gestori del fondo dai vincoli etici.

Indichiamo con il simbolo e_j (con $j = 1, 2, \dots, n$) l'indicatore del livello di eticità del fondo j , che supponiamo rappresenti un numero non negativo. Allora è possibile definire una misura di performance per i fondi comuni di investimento etici generalizzando la misura $I_{DEA} - 1$ mediante l'introduzione di un secondo output, associato al livello di eticità. Gli output saranno pertanto formati dalla misura di rendimento atteso o_j e dal livello di eticità e_j ; indicheremo tale indicatore di performance con il simbolo $I_{DEA} - E$.

Formalmente, si può calcolare la misura di performance del fondo comune j_0 che tiene conto dell'aspetto etico come segue

$$I_{j_0,DEA} - 1 = \frac{u_1^* o_{j_0} + u_2^* e_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i^* q_{i j_0} + \sum_{i=1}^k w_i^* c_{i j_0}}, \quad (20)$$

dove u_1 rappresenta il peso attribuito alla misura di rendimento o_j , u_2 indica il peso attribuito alla misura di eticità e_j e l'asterisco caratterizza la soluzione ottima del seguente problema DEA con due output

$$\max_{\{u_r, v_i, w_i\}} \frac{u_1 o_{j_0} + u_2 e_{j_0}}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j_0} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j_0}} \quad (21)$$

con i vincoli

$$\frac{u_1 o_j + u_2 e_j}{\sum_{i=1}^h v_i q_{i j} + \sum_{i=1}^k w_i c_{i j}} \quad j = 1, 2, \dots, n \quad (22)$$

$$u_r \geq \varepsilon \quad i = 1, 2 \quad (23)$$

$$v_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, h \quad (24)$$

$$w_i \geq \varepsilon \quad i = 1, 2, \dots, k. \quad (25)$$

È facile verificare la relazione che esiste tra la misura di performance con il solo output legato al rendimento, $I_{DEA} - 1$, e la misura di performance con il duplice output rendimento/eticità, $I_{DEA} - E$; si ha infatti

$$I_{j_0, DEA} - E \geq I_{j_0, DEA} - 1 \quad j_0 = 1, 2, \dots, n. \quad (26)$$

intuitivamente, aggiungendo un indicatore di output in un problema di misurazione di efficienza DEA si può solo migliorare il punteggio che indica l'efficienza; per una dimostrazione formale si rimanda a Basso e Funari (2002).

Si osservi che risulta naturale scegliere un indicatore di eticità che assegna ai fondi etici un punteggio positivo mentre pone uguale a zero il punteggio attribuito ai fondi non etici (che non rispettano nessun vincolo di eticità). In questo caso, si può dimostrare (si veda Basso e Funari, 2002) che il valore dell'indice di performance che tiene conto del livello di eticità, $I_{j_0, DEA} - E$, per i fondi non etici coincide con il valore dell'indice $I_{j_0, DEA} - 1$; infatti se $e_{j_0} = 0$ e $e_j \geq 0$ per tutti i fondi considerati si ha

$$I_{j_0, DEA} - E \geq I_{j_0, DEA} - 1 \quad \text{se } e_{j_0} = 0 \text{ e } e_j \geq 0. \quad (27)$$

7. Un'analisi empirica del mercato italiano

Si è intrapresa un'analisi della performance dei fondi comuni di investimento etici del mercato italiano tramite l'impiego della tecnica DEA.

I fondi etici inclusi nell'analisi sono quei fondi, con caratteristiche di eticità, per i quali è stata possibile la rilevazione della quota nell'intero periodo esaminato. Si tratta quindi dei fondi etici della tabella 1 la cui data di costituzione è anteriore al 09/06/1997. È stato incluso nell'indagine anche il fondo Sanpaolo Salute e Ambiente, in quanto nel periodo esaminato presentava una specializzazione d'investimento orientata all'acquisto di titoli di società che operano nella cura della salute e nella protezione dell'ambiente. L'analisi riguarda quindi 5 fondi etici obbligazionari e 4 azionari.

Inoltre, allo scopo di confrontare la performance dei fondi etici con quella dei fondi privi di vincoli di eticità, si sono inclusi nell'indagine anche un insieme di fondi comuni non etici, e precisamente 18 fondi obbligazionari e 23 fondi azionari.

Si sono considerati i rendimenti logaritmici settimanali dei 50 fondi comuni di investimento analizzati; i dati si riferiscono ai prezzi netti rilevati il lunedì di ogni settimana, durante il periodo che va dal 09/06/1997 all'11/06/2001. L'analisi empirica è stata svolta separatamente per i fondi azionari e per quelli obbligazionari.

In aggiunta, allo scopo di considerare anche un opportuno benchmark, si sono inclusi i rendimenti logaritmici settimanali dell'indice Mibtel della borsa di Milano (relativi al valore di chiusura) e il tasso di rendimento istantaneo del Buono Ordinario del Tesoro (BOT) a 12 mesi. Si è visto che l'indice di performance $I_{DEA} - E$, che tiene conto della componente etica dell'investimento, considera due variabili di output. Come prima variabile si è utilizzato il rendimento medio, calcolato sui dati storici rilevati nel periodo d'indagine. Si è scelto il rendimento medio anziché l'*excess return*, come invece avrebbe suggerito una diretta generalizzazione dell'indice di Sharpe, in modo da limitare la presenza di valori negativi nella variabile di output.

Come seconda variabile di output si è considerato un indicatore del livello di eticità dei fondi di investimento. Ai fondi comuni che non perseguono finalità etiche è stata attribuita una misura di eticità

nulla. Ai fondi qualificati come etici è stato invece associato un numero reale positivo che indica il livello di eticità del fondo. A tale proposito si stanno sviluppando delle iniziative, poste in essere da alcune società o gruppi di ricerca, volte a classificare i fondi comuni di investimento etici in categorie rappresentative del grado di eticità. Nell'analisi è stata utilizzata la classificazione riportata in Iesi (2000) (si veda anche il sito web di Axia); in tale classificazione il grado di eticità è espresso in termini qualitativi in base alle modalità "basso", "medio-basso", "medio" e "alto". La costruzione dell'indice di performance $I_{DEA} - E$ richiede un valore numerico che esprima il livello di eticità. Si è quindi associato ad ogni modalità qualitativa un numero, nel modo seguente: alla modalità "basso" si è associato il numero 1, alla modalità "medio-basso" il numero 1.5, alla modalità "medio" il numero 2 e alla modalità "alto" il numero 3.

Per quanto riguarda gli input, si sono considerate due diverse misure di rischio, lo scarto quadratico medio dei rendimenti e il coefficiente *beta*. Per il calcolo del coefficiente *beta* si è utilizzato come portafoglio di mercato l'indice Mibtel. Inoltre, fra le variabili di input si sono inclusi i costi percentuali di sottoscrizione per diverse classi di investimento iniziale (5000, 25000 e 50000 Euro) ed i costi percentuali di riscatto relativi a diversi orizzonti temporali di investimento (1, 2 e 3 anni).

I risultati principali dell'analisi sono esposti nelle tabelle 3 e 4, riguardanti i fondi obbligazionari e azionari, rispettivamente.

Come si può notare dalla tabella 3, a tutti i fondi obbligazionari etici è associato un valore dell'indicatore di performance, $I_{DEA} - E$, uguale ad uno; pertanto tutti i fondi etici obbligazionari sono risultati efficienti rispetto agli altri fondi inclusi nel campione d'indagine. Dalla tabella 4 si osserva che i fondi etici azionari che sono risultati efficienti in base all'analisi intrapresa sono i fondi Euromobiliare Green Equity Fund e il fondo Sanpaolo azionario internazionale etico. Si noti come tali fondi abbiano un livello di eticità alto.

Può essere interessante chiedersi in quale misura la valutazione della performance dei fondi comuni di investimento etici vari quando nel processo di valutazione si omette di considerare l'aspetto etico dei fondi. A questo proposito si è calcolato l'indice $I_{DEA} - 1$, che trascura le finalità etiche dell'investimento.

La situazione appare diversa per i fondi etici obbligazionari e per quelli azionari. Dalla tabella 3 si osserva come alcuni fondi obbligazionari che risultano efficienti non lo sono più quando le caratteristiche di eticità dell'investimento vengono trascurate. È questo il caso dei fondi Azimut Solidity, Ras Cedola e Sanpaolo obbligazionario etico. In particolare, il fondo Ras Cedola quando si trascura l'aspetto etico vede precipitare la valutazione della propria performance relativa da 1 a 0, a causa del fatto che il rendimento medio fatto registrare dal fondo nel periodo considerato è negativo.

Per quanto riguarda i fondi etici azionari, invece, si nota dalla tabella 4 che gli indicatori $I_{DEA - E}$ e $I_{DEA - 1}$ assumono gli stessi valori. Questa circostanza può essere spiegata dal fatto che i fondi con elevato livello di eticità risultano efficienti già sulla base di considerazioni relative al rendimento, al rischio ed ai costi di investimento, e quindi ancora prima di introdurre nel processo di valutazione considerazioni relative all'eticità dei fondi, mentre, d'altro lato, i fondi azionari con livello di eticità basso sono quelli con i risultati peggiori anche in termini di rendimento, di rischiosità e di oneri a carico del sottoscrittore.

Fondo	Livello etico	$I_{DEA - E}$	ordin.	$I_{DEA - 1}$	ordin.
1 Arca Bond	–	0.935	10	0.935	7
2 Azimut Rend. Int.	–	0.201	20	0.201	18
3 Epta 92	–	0.212	19	0.212	17
4 Comit Obbligaz. Estero	–	0.483	13	0.483	11
5 Imi Bond	–	0.191	21	0.191	19
6 Investire global Bond	–	0.667	11	0.667	8
7 Oasi Bond Risk	–	0.972	9	0.972	6
8 Primebond Int.	–	0.297	15	0.297	13
9 Sanpaolo Bonds	–	0.128	23	0.128	22
10 Fondicri Primary Bond	–	0.233	17	0.233	15
11 Centrale Money	–	0.099	24	0.099	23
12 Eurom. Int. Bond	–	0.221	18	0.221	16
13 Bpb Tiepolo	–	0.605	12	0.605	9
14 IAM Obiettivo Reddito	–	0.172	22	0.172	20
15 Eptabond	–	0.389	14	0.389	12
16 Fideuram Security	–	1.000	1	1.000	1
17 Oasi Euro Risk	–	1.000	1	1.000	1
18 Prime Bond Euro	–	0.246	16	0.246	14
19 Azimut Solidity	medio	1.000	1	0.571	10
20 Bip.F.Et.R.Caput Mundi	basso	1.000	1	1.000	1

21	Ras Cedola	medio/basso	1.000	1	0.000	24
22	Sanpaolo Obb.Est.Etico	medio	1.000	1	1.000	1
23	Sanpaolo Obb.Etico	alto	1.000	1	0.149	21
24	BOT	–	1.000	1	1.000	1

Tabella 3: Risultati dell'analisi empirica svolta su un campione di *fondi obbligazionari* del mercato italiano. Per ciascun fondo si riporta il livello di eticità, il valore dell'indice $I_{DEA} - E$, che tiene conto della natura etica dell'investimento, e il valore dell'indice $I_{DEA} - 1$ che trascura l'aspetto etico. Accanto al valore degli indici di performance si riporta la posizione di ciascun fondo nell'ordinamento indotto da tali indici.

Fondo	Livello etico	$I_{DEA} - E$	ordin.	$I_{DEA} - 1$	ordin.	
1	Arca 27 az. estere	–	0.931	8	0.931	8
2	Azimut Borse Int.	–	0.834	13	0.834	13
3	Centrale Global	–	0.596	24	0.596	24
4	Epta-International	–	0.468	28	0.468	28
5	Fideuram Azione	–	0.699	19	0.699	19
6	Fondicri Int.	–	0.828	14	0.828	14
7	Comit Int.	–	0.746	17	0.746	17
8	Investire Int.	–	0.633	21	0.633	21
9	Prime Global	–	0.684	20	0.684	20
10	Sanpaolo Internazion.	–	0.593	25	0.593	25
11	Centrale Italia	–	0.875	11	0.875	11
12	Epta Azioni Italia	–	0.811	16	0.811	16
13	Fondicri Sel. Italia	–	1.000	1	1.000	1
14	Comit Azioni Italia	–	1.000	1	1.000	1
15	Gesticredit Borsit	–	0.893	10	0.893	10
16	Imi Italy	–	0.857	12	0.857	12
17	Investire Azion.	–	1.000	1	1.000	1
18	Oasi Azionario Italia	–	1.000	1	1.000	1
19	Azimut Europa	–	0.898	9	0.898	9
20	Gesticredit Euro Az.	–	0.605	23	0.605	23
21	Imi Europe	–	0.707	18	0.707	18
22	Investire Europa	–	0.485	27	0.485	27
23	Sanpaolo Europe	–	0.565	26	0.565	26
24	Eurom.Green E.F.	alto	1.000	1	1.000	1
25	Gestnord Ambiente	basso	0.619	22	0.619	22
26	Sanpaolo Az.Int.Etico	alto	1.000	1	1.000	1
27	Sanpaolo Salute e Ambiente	basso	0.957	7	0.957	7
28	Indice Mibtel	–	0.821	15	0.821	15

Tabella 4: Risultati dell'analisi empirica svolta su un campione di fondi azio-

nari del mercato italiano. Per ciascun fondo si riporta il livello di eticità, il valore dell'indice $I_{DEA} - E$, che tiene conto della natura etica dell'investimento, e il valore dell'indice $I_{DEA} - 1$ che trascura l'aspetto etico. Accanto al valore degli indici di performance si riporta la posizione di ciascun fondo nell'ordinamento indotto da tali indici.

Riferimenti bibliografici

- ANG, J.S., CHUA, J.H., 1979. "Composite measures for the evaluation of investment performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 14, 361–384.
- BASSO, A., FUNARI, S., 2001. "A data envelopment analysis approach to measure the mutual fund performance". *European Journal of Operational Research* 135, 17–32.
- BASSO, A., FUNARI, S., 2002. "Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach". *Quaderni del Dipartimento di Matematica Applicata* n. 107, Università "Ca' Foscari" di Venezia.
- BECCHETTI, L., FUCITO, L., 1999. "La finanza etica: considerazioni teoriche e simulazioni empiriche". *Quaderni CEIS*, Roma.
- BELTRATTI, A., MIRAGLIA, R., 2001. *I fondi comuni di investimento, il caso italiano* (par. 1.5.3: Fondi etici), Carocci editore, Roma.
- CHARNES, A., COOPER, W.W., RHODES, E., 1978. "Measuring the efficiency of decision making units". *European Journal of Operational Research* 2, 429–444.
- COOPER, W.W., SEIFORD, L.M., TONE, K., 2000. *Data envelopment analysis: A comprehensive text with models, applications, references and DEA-Solver Software*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- DELOITTE & TOUCHE, 2002. *Socially responsible investment survey 2002*. Environment and Sustainability Services, Deloitte & Touche, London.
- GUERARD, J.B. JR., 1996. "Is there a cost to being socially responsible in investing?". *Social Investment Forum, 1996 winning paper of Moskowitz Prize*.
- JENSEN, M.C., 1968. "The performance of mutual funds in the period 1945–1964". *Journal of Finance* 23, 389–416.
- JESI, C., 2000. "Le buone azioni alla conquista del Dow Jones". *VITA, non profit magazine* 10 marzo.
- MAGGIO, F., 2000a. "Così la finanza etica è diventata sistema". *VITA, non profit magazine* 28 luglio.
- MAGGIO, F., 2000b. "Cinquemila miliardi di buoni investimenti". *VITA, non profit magazine* 4 agosto.
- MAGGIO, F., 2000c. "Quanto sei bella Roma grazie al fondo etico". *VITA, non profit magazine* 11 agosto.
- MAGGIO, F., 2000d. "Azimut, cinque anni di finanza responsabile". *VITA, non profit magazine* 25 agosto.
- MAGGIO, F., 2000e. "Rende bene il fondo che vuol bene ad Abele". *VITA, non profit*

- magazine* 1 settembre.
- MAGGIO, F., 2000f. “Per chi vuole investire sulle aziende verdi”. *VITA, non profit magazine* 8 settembre.
- MAGGIO, F., 2000g. “Arriva l’indice etico per societ` a europee”. *Il Sole 24 ore* 23 ottobre.
- MAGGIO, F., 2000h. “L’investimento etico adesso parla europeo”. *VITA, non profit magazine* 3 novembre.
- MAGGIO, F., 2000i. “Investire su Telethon, il momento è arrivato”. *VITA, non profit magazine* 24 novembre.
- MAGGIO, F., 2000l. “Finanza, il prossimo boom altro che Nasdaq, il 2001 è ethical”. *VITA, non profit magazine* 8 dicembre.
- MARCHESINI, E., 1999. “Finanza Etica, allo sportello o dal gestore investimenti a fin di bene”. Insetto Risparmio e Famiglia, *Il Sole 24 ore* 3 gennaio.
- MOREY, M.R., MOREY, R.C., 1999. “Mutual fund performance appraisals: a multi-horizon perspective with endogenous benchmarking”. *Omega* 27, 241–258.
- MURTHI, B.P.S., CHOI, Y.K., DESAI, P., 1997. “Efficiency of mutual funds and portfolio performance measurement: A non-parametric approach”. *European Journal of Operational Research* 98, 408–418.
- NARDUZZI, E., 1997. “La finanza etica: strumenti, prodotti, regole”. In Pettinato S. (a cura di), *Gestire il non profit - guida pratica alla gestione degli enti senza scopo di lucro*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- PEZZATTI, F., 2000. “L’etica? Rende bene”. Insetto Risparmio e Famiglia, *Il Sole 24 ore* 3 dicembre.
- SHARPE, W.F., 1966. “Mutual fund performance”. *Journal of Business* 34, 119–138.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM, 2001. *2001 Report on socially responsible investing trends in the United States*. Trends Report, SIF Industry Research Program, 28 novembre.
- STATMAN, M., 2000. “Socially responsible mutual funds”. *Association for Investment Management and Research* maggio/giugno, 30–39.
- TREYNOR, J.L., 1965. “How to rate management of investment funds”. *Harvard Business Review* 43, 63–75.

Siti web (luglio 2002)

- Assogestioni. <http://www.assogestioni.it>.
- Avanzi. <http://www.avanzi.org>.
- Azimut. <http://www.azimut.it>.
- Axia. <http://www.axiaonline.it>.
- BNL Gestioni S.G.R. <http://www.bnlgestioni.it>.
- Ethical Capital Partners. <http://www.ecpfinance.com>.
- Euromobiliare Asset Management S.G.R. <http://www.eurogr.it>.
- Gestnord Fondi. <http://www.gestnordfondi.it>.
- KLD. <http://www.kld.com>.

Monte dei Paschi di Siena. <http://www.mps.it>.
Roma Caput Mundi. <http://www.romacaputmundi.it>.
RAS A.M. <http://www.ras.it>.
San Paolo IMI. <http://www.sanpaoloimi.it>.
Social Investment Forum. <http://www.socialinvest.org>.
SoldiOnline. <http://www.soldionline.it>.
UK Social Investment Forum. <http://www.uksif.org>.
24 Ore Borsa Online. <http://www.24oreborsaonline.ilsole24ore.com>.

Tipolitografia Rocografica
00185 Roma - Piazza Dante, 6

