

## La trasparenza nei mercati finanziari: approccio classico e nuovi paradigmi<sup>a</sup>

Giulia Miotti\*

### *Abstract*

Il sistema finanziario è un sistema sociale molto complesso con una forte ramificazione all'interno di tutti gli altri sistemi sociali dei Paesi avanzati: ha un impatto fortissimo sull'economia reale e i tempi degli scambi finanziari hanno ormai determinato un'accelerazione anche nei tempi della vita sociale anche fuori dai mercati. Questo sistema è un sistema sociale anche perché basa il proprio funzionamento sulla ricerca e lo scambio di informazioni; eppure, sebbene l'informazione sia un concetto cardine all'interno della pratica e delle teorie dei mercati finanziari, questa sembra slegata dal concetto di trasparenza intesa come apertura, comunicazione e accountability. Questa mancata corrispondenza produce degli effetti rilevanti all'interno dei mercati e nella possibilità di una scelta informata ed equa degli agenti del mercato. Vedremo due possibili risposte a questa disfunzione interna ai mercati, una di ordine politico e l'altra di governance.

*Parole chiave:* mercati finanziari; trasparenza; disfunzione informativa.

### *Abstract*

The financial system is a highly complex social system, deeply entangled with all other social systems in developed Countries. It exerts a disruptive impact on the real economy sector and the speed of financial exchanges seems to have determined a similar acceleration also in the speed and nature of social life itself. Another reason why the financial system can be considered a social system lies in the fact that the financial system ground its functioning in the research and exchange of information. In this context, information represents a pivotal concept around which financial practice and financial theories alike turn. Notwithstanding this, the notion of information seems detached from the notion of transparency meant as openness, communication and accountability. The lack of such correspondence engenders critical effects on financial markets, especially when it comes to the possibility of

---

<sup>a</sup> Saggio ricevuto il 31/05/2024 e pubblicato il 22/01/2025.

\* Ricercatrice post-doc, Labont, email: giulia.miotti@unito.it.

making fair and informed choices by market agents. We shall describe and discuss two possible alternative scenarios for such market dysfunction; the first one is of a political kind, the second one of a governance-oriented one.

*Keywords:* financial markets; transparency; informational dysfunction.

### 1. Introduzione

Il concetto di “informazione” è di primaria importanza all’interno della teoria finanziaria e della pratica finanziaria. Il modo in cui le informazioni circolano all’interno dei mercati finanziari è centrale per comprendere il comportamento “epistemico” e le strategie di decision-making degli agenti e ha un’influenza diretta sulle possibilità di successo di una strategia di investimento. In quest’ottica, lo scambio finanziario è, in linea di principio, uno scambio di informazioni e la principale attività dei player finanziari è legata alla ricerca della migliore informazione, che in questo senso assume quasi precedenza sugli oggetti che vengono infine offerti e acquistati sul mercato<sup>1</sup>. Curiosamente, all’interno della finanza classica il concetto di informazione è legato da quello di trasparenza intesa come apertura, comunicazione, accountability.

Come accennato, il ruolo svolto dall’informazione nei mercati è centrale tanto nella teoria quanto nella pratica finanziaria, e ogni teoria sul funzionamento dei mercati dedica largo spazio a questa indagine, occupandosi di descrivere in quale modo le informazioni presenti sul mercato determinano le possibilità epistemiche degli agenti; domandandosi, ad esempio, attraverso quali modelli e con quali capacità le informazioni vengono processate.

Proporremo una breve descrizione del ruolo ascritto all’informazione da parte della teoria denominata “ipotesi dei mercati efficienti” (EMH, *Efficient Market Hypothesis*): questa è una delle prime teorie ad essersi affermata tanto a livello accademico quanto a livello operativo ed è ancora una delle più largamente accettate nell’ambito della finanza classica.

All’interno di questa teoria il concetto di “informazione” assume un’importanza centrale. Sono proprio l’esistenza di informazione corretta e la sua piena circolazione all’interno del mercato che permettono che il mercato finanziario sia un contesto razionalmente comprensibile e che gli agenti finanziari possano non solo compiere scelte razionali, ma anche avere ragionevoli probabilità di prevedere in parte futuri andamenti dei mercati; o, almeno, di non essere sorpresi da quelli che vengono descritti come “eventi estremi”. Non ci soffermeremo sull’analisi della validità scientifica della teoria dei mercati efficienti e dei suoi modelli, ma ci concentreremo sulla descrizione di come l’informazione agisce nella descrizione degli oggetti finanziari e cercheremo di mostrare perché l’attività legata alla ricerca di informazione in finanza e la quantità di informazione raccolta non sono proporzionali

---

<sup>1</sup> Cfr. F. Mirowski, E. Nik-Khah, *The Knowledge we have lost in Information*, Oxford University Press, Oxford 2017.

al livello di trasparenza relativa agli oggetti finanziari che restano invece opachi e alle strategie e scelte degli operatori finanziari che restano poco comprensibili. Questa separazione tra informazione e trasparenza ha due effetti particolarmente evidenti a livello economico e sociale: uno a livello “sistemico”, l’altro a livello “locale”. Forniremo per entrambi degli esempi.

Il problema dell’informazione che non sembra in grado di fornire alcuna trasparenza sugli oggetti che dovrebbe contribuire a formare, rappresenta un vulnus significativo all’interno della pratica finanziaria. Il sistema finanziario è infatti un sistema sociale, e un sistema sociale che non si dimostra in grado di veicolare informazione in maniera aperta e comprensibile non è un sistema equo e democratico. La trasparenza rappresenta infatti quella condizione che secondo l’Open Government partnership «empowers citizens to exercise their rights and participate in decision-making processes»<sup>2</sup> e che quindi si pone come unica strategia efficace per mantenere la salute democratica di qualsiasi istituzione sociale. È questa una questione che negli ultimi anni sta diventando sempre più pressante, anche all’interno della cultura finanziaria. Ci riferiamo in particolare a due approcci: il primo è la *Sustainable Finance Disclosure Responsibility* (SFDR), il regolamento europeo entrato in vigore a marzo 2021 che promuove un’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, il secondo è rappresentato da forme di finanza etica e responsabile che propongono forme di governance alternative a quelle tipiche della finanza classica. Esamineremo entrambi questi approcci, e mostreremo come la richiesta di trasparenza possa essere esaudita all’interno di forme di gestione finanziaria alternative, che considerano la trasparenza intesa come apertura, comunicazione e accountability uno dei cardini del proprio operare.

## 2. La teoria efficientista dei mercati e l’informazione

La teoria dei mercati efficienti è la prima teoria ufficiale sul funzionamento dei mercati finanziari, ad oggi ancora la più studiata e accettata<sup>3</sup>. Muove dalle assunzioni dell’economia neoclassica, riprende infatti concetti cardine quali l’equilibrio del mercato e la razionalità dell’agente economico<sup>4</sup>. Secondo questi due concetti, un mercato è tendenzialmente (ovvero nel lungo termine) un sistema in equilibrio perché l’insieme delle scelte operate dagli agenti economici lo rendono stabile: sono infatti delle scelte operate da individui pienamente razionali, in possesso di informazioni complete e rilevanti, e questo fa sì che tendenzialmente non avvengano squilibri fra i due grandi perni dei mercati finanziari, la domanda e l’offerta. La teoria efficientista è infatti una teoria che intende descrivere a tutto tondo la natura dei mercati finanziari e procede a una modellizzazione piuttosto articolata del mondo sociale: accanto a

<sup>2</sup> <https://www.opengovpartnership.org/glossary/transparency/>

<sup>3</sup> Cfr. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical work*, in «The Journal of Finance», vol 25 (2), 1970, pp. 383-471.

<sup>4</sup> Cfr. E. Ippoliti, *Un filosofo a Wall Street. Speculazioni sulla finanza da Aristotele ai bitcoin*, Egea, Milano, 2020.

delle assunzioni antropologiche (su tutte, l'agente economico descritto come massimizzatore di profitto) propone ad esempio dei modelli matematicamente raffinati. Non ci occuperemo però di questi aspetti, ma ci concentreremo esclusivamente sulla descrizione del ruolo dell'informazione nella formazione dei prezzi e nella previsione dei futuri andamenti del mercato.

Seguendo l'analisi proposta da Keen<sup>5</sup>, definiremo il concetto di "efficienza" del mercato attraverso i seguenti punti:

- le aspettative collettive degli investitori nel mercato azionario rappresentano predizioni accurate delle prospettive future delle società sul mercato;
- i prezzi delle azioni riflettono pienamente tutta l'informazione rilevante per la comprensione delle prospettive future delle società sul mercato;
- le oscillazioni nei prezzi delle azioni sono dovute a cambiamenti relativi all'informazione rilevante per le prospettive future, quando quell'informazione arriva in maniera randomica e non prevedibile;
- quindi, i prezzi azioni seguono una "random walk", cosicché i movimenti passati dei prezzi non forniscono alcuna informazione sui futuri movimenti.

Chiariamo meglio due di questi aspetti, fondamentali all'interno della nostra analisi. Partiamo dal secondo aspetto. Affermare che un mercato è efficiente quando i prezzi delle azioni riflettono pienamente tutta l'informazione rilevante disponibile equivale ad affermare che in un mercato efficiente il prezzo di un qualsiasi oggetto rispecchia il suo valore fondamentale. In questo contesto, infatti, gli agenti sul mercato hanno processato in maniera corretta tutte le informazioni disponibili su un dato oggetto finanziario e hanno così creato delle aspettative collettive razionali sui futuri flussi che ne determineranno il prezzo. In questo modo, vi sarebbe un rapporto diretto tra le informazioni utilizzate razionalmente (ovvero, da tutti allo stesso modo) e il risultato finale, il prezzo.

Continuiamo con il terzo aspetto, relativo alle oscillazioni dei prezzi e a come gli agenti sul mercato reagiscono. Come affermato dal principio, le oscillazioni dei prezzi sono il risultato di informazione arrivata in maniera casuale che influisce sull'equilibrio raggiunto dal valore delle azioni. Il fatto che queste informazioni siano sì randomiche e imprevedibili ma comunque a disposizione di tutti una volta entrate nel mercato, fa sì che gli agenti siano in grado di reagire razionalmente, valutando in maniera oggettiva le nuove informazioni e, grazie a questa valutazione, possano "riaggiustare" i prezzi a un nuovo punto di equilibrio.

Se questi principi reggessero, allora il mercato sarebbe perfettamente efficiente; molti autori sostengono però che le condizioni ipotizzate siano sostanzialmente irrealistiche e irrealizzabili<sup>6</sup>. La loro realizzabilità, infatti, presupporrebbe che tutti gli investitori sul mercato (dai più grandi ai piccoli

<sup>5</sup> Cfr. S. Keen, *Debunking Economics. The Naked Emperor Dethroned?* Zed Books, London, 2011.

<sup>6</sup> Cfr. G. Soros, *The Alchemy of Finance*, Wiley Publishing, New York, 2003.

risparmiatori) possano avere accesso allo stesso tipo di informazioni allo stesso momento e che quindi tutti gli agenti sul mercato abbiano a disposizione le stesse, necessarie possibilità, strumenti e tempo per raccogliere e processare le stesse informazioni. Come sostiene Keen<sup>7</sup> questo scenario è fondamentalmente irrealizzabile, basti pensare a due condizioni da questo richieste: il completo accordo tra gli agenti del mercato e disponibilità di liquidità pressoché illimitata per tutti (ovvero, chiunque può prendere in prestito e dare in prestito quanto desidera). Tornando all'informazione, il problema è simile: come afferma Ippoliti<sup>8</sup> «nei moderni mercati finanziari l'informazione è tale per cui la sua acquisizione può essere anche estremamente costosa e l'ipotesi (neoclassica) di informazione perfetta (ossia l'onniscienza degli attori finanziari) si rivela quanto meno descrittivamente inaccurata. I mercati si comportano molto spesso in modo imperfetto dal punto di vista informativo e nei mercati imperfetti c'è spazio per il potere. [...] Quando la conoscenza di prodotti, processi e ambienti complessi non è uniforme ed è ineguale, la conoscenza è potere e alcuni attori finanziari, se sono egoisti e razionali, saranno in grado di sfruttare la situazione a loro vantaggio»<sup>9</sup>.

### 3. Due esempi di malfunzionamento informativo

Come anticipato nell'introduzione, la non-coincidenza tra informazione ed effettiva trasparenza delle dinamiche all'interno dei mercati finanziari produce degli effetti di forte impatto. Questi effetti possono essere distinti come effetti a livello "sistemico" ed effetti a livello "locale"; i primi interesserebbero il sistema finanziario nel suo stesso funzionamento e nella sua resilienza agli shock, mentre i secondi coinvolgerebbero un aspetto specifico dell'operare finanziario ed economico-sociale in senso più ampio.

Il primo esempio che vorremmo qui riproporre è relativo alla crisi finanziaria del 2008 e rappresenta un caso di asimmetria informativa, la condizione per cui l'informazione disponibile non viene condivisa in maniera paritaria tra gli attori coinvolti in uno stesso processo finanziario o economico. Cercheremo di ricostruire brevemente la genesi e lo sviluppo di questa crisi.

La crisi finanziaria del 2008 è una crisi che nasce a partire dall'esplosione della bolla del mercato immobiliare statunitense e che si è poi diffusa molto velocemente a livello globale, fino a diventare la peggior crisi finanziaria dopo la Grande Depressione degli anni '20 del 1900. Nel 2006, il mercato immobiliare statunitense viene interessato da una forte crescita, e durante quello che sarà poi descritto come il "boom" di una bolla speculativa viene erogata una grande quantità di mutui, concessi anche a soggetti generalmente non considerati bancabili. In questo caso si è parlato infatti di mutui sub-prime, ovvero dei prestiti ad alto rischio perché concessi a clienti con alto rischio di insolvenza (basso reddito, lavoro a tempo determinato, precedenti insolvenze).

<sup>7</sup> Cfr. S. Keen, *Debunking Economics*, cit.

<sup>8</sup> Cfr. E. Ippoliti, *Un filosofo a Wall Street*, cit.

<sup>9</sup> *Ibidem*, p. 267.

Seguendo un ciclo tipico delle economie capitaliste avanzate detto *boom-bust*, per cui ad un processo di forte espansione ne segue uno di veloce contrazione, alla fine del 2006 la bolla immobiliare si sgonfia. Molti dei possessori di un mutuo sub-prime diventano insolventi a causa del rialzo dei tassi di interesse, portando così il mercato finanziario sull'orlo del collasso.

Il passaggio da quella che poteva sembrare una crisi finanziaria ristretta a un settore specifico a una crisi dell'intero sistema finanziario globale (o almeno, dei paesi più ricchi) avviene in diverse tappe di raffinata ingegneria finanziaria, all'interno delle quali l'informazione rilevante relativa agli oggetti scambiati sul mercato non è certamente stata incorporata nel valore attribuito loro. Il primo passo ha visto la scelta di riunire i singoli mutui in più grandi pacchetti, creando dei *mortgage-back security* (MBS). Un MBS è un titolo che deriva i propri flussi di cassa dal portafoglio di prestiti ipotecari che lo costituiscono: la tenuta finanziaria di una simile struttura dipende direttamente dal flusso dei pagamenti dei mutui sottostanti. All'interno di questi MBS, i vari mutui che li compongono vengono divisi in più livelli, a seconda del rischio di insolvenza loro associato: in basso i mutui a rischio di insolvenza più alto (più rischiosi per gli investitori ma che offrono dei tassi di interesse elevati), in alto i mutui a rischio di insolvenza più basso (meno rischiosi, ma con tassi di interesse più bassi). È evidente, a questo punto, che le informazioni rilevanti relative alla struttura dei diversi *mortgage-back securities* non sono state utilizzate in maniera tale da garantire comprensione e accountability né a favorire la formazione di aspettative razionali da parte degli agenti del mercato. Potremmo interrompere qui l'analisi della crisi partita dai sub-prime, ma è interessante comprendere come la disfunzione informativa abbia avuto un ruolo critico nello sviluppo di una delle più grandi crisi del mercato finanziario.

Il secondo passo consiste in un'ulteriore azione di ingegneria finanziaria grazie alla quale vengono costruiti dei nuovi strumenti finanziari a partire dagli originari mutui, ovvero dei *Collateralized Debt Obligations*, CDO. Un CDO è uno strumento formato da un insieme di titoli obbligazionari che hanno come garanzia un credito. Vengono definiti strumenti derivati perché derivano il proprio andamento, e legano quindi il proprio rimborso, a un insieme di strumenti collaterali sottostanti. In questo caso, gli strumenti collaterali sono rappresentati da obbligazioni ipotecarie, mutui. L'unica garanzia a tenuta dei CDO è quindi quella offerta dal valore globale dei collaterali. Per costruire un CDO viene raggruppato un insieme piuttosto numeroso di singoli collaterali (obbligazioni) di dimensione modesta, queste obbligazioni vengono poi suddivise in tranche che hanno diversi livelli di priorità e solidità<sup>10</sup> secondo un modello a cascata per cui in caso di fallimento delle obbligazioni sottostanti, le tranche a priorità alta verranno pagate per prime, le altre a seguire fino

<sup>10</sup> I diversi livelli di priorità sono rappresentati dalle seguenti categorie: *supersenior*, *senior*, *mezzanine* e *junior*. In un CDO *supersenior* o *senior*, vengono generalmente raggruppate tranche di titoli ipotecari con rating alto; in un *mezzanine*, invece, vengono raggruppate tranche con un rating più basso. Questa ripartizione fa sì che i *mezzanine* siano più rischiosi ma che offrano, al tempo stesso, tassi di interesse più alto; i *supersenior* o i *senior* più sicuri ma con tassi di interesse più bassi.

a disponibilità finanziaria. Un CDO viene generalmente diviso al suo interno in diverse sezioni. Poniamo, ad esempio, che venga diviso in sette sezioni: almeno tre di queste saranno verosimilmente valutate con un rating molto alto, mentre almeno una avrà un rating molto basso.

Sebbene la maggior parte dei CDO emessi tra il 2006 e il 2007 contenesse mutui subprime con un rating molto basso (che esprime quindi un rischio molto alto), sono stati valutati con un rating alto: i mutui subprime, infatti, sono stati tagliati in diverse tranche inserite in contesti che ne hanno fatto diminuire il rischio offrendo alti rendimenti. La loro origine, e la valutazione sulla loro potenziale tenuta, non sono in questo contesto ritenute informazione rilevante per la corretta valutazione di questi prodotti. Il loro potenziale rischio, infatti, viene considerato accettabile perché bilanciato da un calcolo probabilistico: questo, a meno che non ci sia un fenomeno di correlazione molto forte tra il fallimento di più mutui, ovvero a meno che non avvenga una crisi generale del settore immobiliare. Non è nostro interesse ripercorrere le diverse fasi attraverso le quali si è formata ed è poi scoppiata la crisi finanziaria legata ai mutui subprime: ricostruire invece la struttura dei diversi strumenti finanziari creati a partire da mutui subprime e la manipolazione dell'informazione relativa alla natura dei mutui come strumenti collaterali è di importanza centrale al nostro discorso.

Ciò che in questo caso sembra particolarmente importante notare è come l'informazione rilevante relativa ai mutui subprime come building-blocks di strumenti finanziari più sofisticati non venisse rispecchiata nel valore attribuito ai CDO. Il valore cui facciamo qui riferimento ha duplice valenza: ci riferiamo qui sia al valore di mercato inteso come il prezzo attribuito ai diversi CDO, sia al rating loro accordato, che dovrebbe esprimere una forma di equilibrio tra il rischio che un dato prodotto finanziario comporta e il tasso d'interesse che può offrire. Oltre a una mancanza di trasparenza, questo aspetto mostra come la manipolazione dell'informazione all'interno della pratica finanziaria classica contravvenga ai criteri stessi che definiscono l'efficienza di un mercato finanziario: la corrispondenza tra valore/prezzo e informazione è stata infatti sostanzialmente tradita, facendo sì che all'interno del mercato circolassero e venissero scambiati dei prodotti sostanzialmente sconosciuti nella loro struttura e nel loro potenziale effetto sulla tenuta del mercato stesso.

Come abbiamo provato a spiegare con l'esempio dei mutui subprime e dei loro effetti su scala globale, il problema della manipolazione dell'informazione può avere effetti sistemici sul mercato finanziario. Il secondo tipo di effetto cui accennavamo è invece di tipo "locale", ovvero riguarda la possibilità per gli investitori di comprendere pienamente e con facilità quanti e soprattutto quali attori vengano coinvolti nelle attività finanziarie sostenute grazie ai loro investimenti o risparmi e dunque comprendere e stabilire il tipo di impatto a livello sociale ed economico che contribuiscono o meno a generare.

A livello "locale", dunque, il problema della gestione dell'informazione assume più marcatamente i contorni di un problema di *transparency* vero e proprio. Tornando alla definizione di trasparenza proposta all'inizio, un comportamento è trasparente se

permette agli attori coinvolti di esercitare i propri diritti e di partecipare attivamente in processi decisionali. Rileggendo quest'affermazione in un'ottica che possa includere il punto di vista degli investitori nel mercato finanziario, dovremo pensare alla possibilità di questi ultimi di esercitare i propri diritti come alla possibilità di avere garantito il loro diritto all'informazione, e alla possibilità di partecipare attivamente in processi decisionali come alla possibilità di sostenere finanziariamente lo sviluppo di attività con un impatto sociale, ambientale ed economico positivo per la collettività.

Nel contesto della finanza classica il problema della trasparenza assume una duplice connotazione, la prima riguarda la forma tipica di governance della finanza e la seconda riguarda quale ruolo debbano avere considerazioni di ordine etico all'interno delle scelte di finanziamento e investimento.

Come abbiamo visto nel caso della crisi dei mutui subprime, la costruzione di nuovi strumenti finanziari spesso avviene seguendo un meccanismo piuttosto complesso, all'interno del quale risalire allo strumento originario e alle sue caratteristiche più rilevanti può rivelarsi difficile. Un meccanismo simile avviene per gli investimenti, all'interno dei quali i risparmiatori o gli investitori possono conoscere l'obiettivo finale di investimento ma non riescono ad avere accesso al percorso dei flussi che loro stessi contribuiscono a finanziare, perdendo così la possibilità di comprendere quante e quali realtà sostengono nel corso del proprio investimento.

Questa mancanza di trasparenza assume i contorni di un problema di governance perché implica una forma di gestione delle informazioni di tipo gerarchico e piramidale, all'interno del quale solo pochi partecipanti hanno diritto a un accesso diretto e completo alle informazioni.

Come accennato prima, il problema della trasparenza solleva anche un ulteriore aspetto che dovrebbe avere un'importanza centrale all'interno della pratica e delle scelte finanziarie, quello del ruolo dell'etica nelle scelte e nell'operare finanziario. Le due funzioni basilari che il sistema finanziario assolve per garantire una crescita economica stabile<sup>11</sup> sono rappresentate dalla redistribuzione del reddito e dalla creazione di valore; nonostante queste funzioni siano di grande importanza e inseriscano l'operare finanziario all'interno di un contesto di azione vasto che include un pubblico molto ampio, non sembrano aver ancora accolto delle istanze di ordine etico e sviluppato strategie per rendere l'operare finanziario pienamente trasparente e sostenibile. La finanza classica, infatti, non sembra aver affrontato la questione se sia sempre giusto investire in qualsiasi settore che presenti delle opportunità di sviluppo o se alcuni ambiti, pur offrendo grandi opportunità di mercato nel breve e medio termine, dovrebbero essere ignorati in favore di altri in grado di garantire redistribuzione di risorse e creazione di valore nel lungo termine. Ad esempio, i settori del mercato che secondo un approccio etico e sostenibile non dovrebbero essere incoraggiati sono quelli che generano degli impatti sociali e ambientali particolarmente negativi. Gli operatori di finanza etica, dunque, si impegnano a non investire nel mercato delle armi, nella produzione e nel commercio di tabacco, o anche nel gioco

---

<sup>11</sup> Cfr. E. Ippoliti, *Un filosofo a Wall Street*, cit.

d'azzardo. Altri mercati che non vengono considerati sono quelli relativi allo sviluppo o utilizzo di energia nucleare, all'ingegneria genetica, al settore petrolifero ed estrattivo e alla produzione di pesticidi. Nonostante gli alti rendimenti garantiti, questi settori generano un impatto sociale e ambientale fortemente negativo sulle future generazioni. In un'ottica di finanza etica e sostenibile, questi impatti negativi non solo rendono questo genere di investimenti ingiusti, ma esercitando un impatto negativo critico sulle possibilità di uno sviluppo sociale e ambientale buono per le generazioni future<sup>12</sup>, sono anche economicamente non convenienti nel lungo termine.

#### 4. Nuove proposte di trasparenza per la pratica finanziaria

Vi sono due principali controproposte alla gestione dell'informazione e alla mancanza di trasparenza all'interno della finanza classica: la prima viene direttamente dalla Comunità Europea all'interno delle politiche volte ad aiutare gli investitori a riconoscere e scegliere strategie finanziarie sostenibili; la seconda dalla pratica ormai consolidata di praticanti e studiosi di forme di finanza etica e sostenibile.

La prima controproposta è quella relativa alla *Sustainable Financial Disclosure Regulation* (SFDR), introdotta a partire dal 2018 ed entrata in vigore dal 2021 come strategia centrale al Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile, insieme alla Tassonomia EU<sup>13</sup> e alla *Low Carbon Benchmarks Regulation*<sup>14</sup>. La SFDR intende migliorare la chiarezza e la comparabilità delle strategie di disclosure all'interno di prodotti e policy finanziarie proponendo una griglia comune a tutti gli agenti finanziari che permetta una lettura e comprensione omogenea per gli investitori, così che possano comprendere agevolmente la direzione delle linee d'investimento cui partecipano. La *Regulation* si intreccia quindi alle politiche proposte a livello europeo per la promozione di una produzione industriale e di uno sviluppo economico sostenibili; in questo senso, la SFDR rappresenta l'innovazione del settore finanziario necessaria e complementare all'innovazione del settore industriale ed economico auspicabilmente promossa dalle politiche europee di sostenibilità. Questa strategia include quindi una chiara richiesta di maggiore trasparenza, che permetta agli investitori di integrare i rischi relativi alla sostenibilità socio-ambientale nelle loro decisioni di investimento e permetta loro di valutare i potenziali impatti avversi dei loro investimenti sull'ambiente e sulla società. Nello specifico, la SFDR ha il compito di elencare e descrivere gli strumenti finanziari utilizzati negli investimenti e durante le operazioni finanziarie, di certificare e garantire che i flussi finanziari prodotti dalle

---

<sup>12</sup> Per un approfondimento su forme di giustizia transgenerazionale, si vedano T. Andina, F. Corvino, *Transgenerational social structures and fictional actors: community-based Responsibility for future Generations*, in «The Monist», 106 n. 2, 2023, pp.150-164 o J. Roemer, *The Sustainability Approach: Utilitarianism, Discounting of future Welfare levels, and Sustainability*, in S. Gardner (a cura di), *The Oxford Handbook of Intergenerational Ethics*, Oxford University Press, Oxford, 2021.

<sup>13</sup> Cfr.: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>

<sup>14</sup> Cfr.: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02016R1011-20220101>

diverse operazioni non finanziano quelli che vengono considerati mercati non etici o controversi.

Sebbene la SFDR rappresenti un primo, importante passo a livello istituzionale ed europeo, molti attori della finanza etica e sostenibile non la considerano ancora sufficiente.<sup>15</sup> Una prima ragione di insoddisfazione è legata all'elemento di volontarietà della disclosure: i singoli intermediari finanziari possono scegliere se fornire o meno maggiore trasparenza sui propri prodotti e strategie d'investimento. L'elemento di volontarietà è inoltre spia del fatto che il nuovo approccio alla trasparenza promosso dalla SFDR non rappresenta un vero e proprio nuovo paradigma all'interno della pratica finanziaria, quanto piuttosto un'aggiunta non strutturale a quell'apparato finanziario che manipola l'informazione senza renderla realmente accessibile o comprensibile.

In particolar modo, l'elemento di volontarietà sembra porre due questioni, una prima di ordine più teorico, l'altra più pratica. La prima questione relativa all'efficacia di una disclosure di questo genere, riguarda il fatto se una pratica volontaria sia sufficientemente forte da far sì che, partendo dall'evoluzione della pratica finanziaria nel senso da essa auspicato, questa possa avere poi degli effetti tali da portare a riconoscere concetti quali la sostenibilità a lungo termine e la preservazione del valore economico per le future generazioni come cardini teorici di un nuovo approccio economico-finanziario. La seconda questione è, come accennato, di ordine più pratico: una disclosure su base esclusivamente volontaria può riuscire a coinvolgere un numero "critico" di practitioners tale da generare un impatto significativo e, a posteriori, poter valutare l'effettiva efficacia di un approccio finanziario più trasparente ed etico?

Una proposta radicalmente alternativa è invece rappresentata dalla finanza etica e sostenibile, che propone un modello di governance nuovo, che si mostri in grado di includere gli investitori e la società come attori partecipi all'interno della pratica finanziaria, garantendo loro una piena inclusione come accesso a informazioni complete e facilmente comprensibili. Secondo il Manifesto della Finanza Etica proposto dall'Associazione Finanza Etica nel 1998, la trasparenza è una forma di garanzia di partecipazione perché interna alla pratica finanziaria stessa: «I depositanti hanno il diritto di conoscere i processi di funzionamento dell'istituzione finanziaria e le sue decisioni di impiego e di investimento. Sarà cura dell'intermediario eticamente orientato mettere a disposizione gli opportuni canali informativi per garantire la trasparenza sulla sua attività»<sup>16</sup>. Attraverso meccanismi di governance trasparenti, la partecipazione attiva degli investitori assume quindi i contorni di «meccanismi diretti di indicazione delle preferenze nella destinazione dei fondi, sia meccanismi

---

<sup>15</sup> Interessante a tal proposito l'intervista rilasciata da Anna Fasano, presidente di Banca Etica: <https://fundspeople.com/it/entra-in-vigore-lsfdr-ma-la-finanza-etica-e-unaltra-faccenda/>

<sup>16</sup> IL MANIFESTO DELLA FINANZA ETICA, a cura di Associazione Finanza Etica e Bancaetica – 1998, p. 1.

democratici di partecipazione alle decisioni. La finanza etica in questo modo si fa promotrice di democrazia economica»<sup>17</sup>.

In quest'ultimo caso, la trasparenza nell'attività e nei prodotti finanziari si muove all'interno di un paradigma radicalmente alternativo perché a differenza dell'approccio finanziario efficientista classico, l'apertura e la circolazione di informazioni non si comporta come uno strumento (generalmente disatteso) per stabilire il valore o il prezzo di un prodotto, né si comporta, come nel caso della SFDR, come parte di una strategia per forzare i temi della sostenibilità all'interno dei mercati finanziari. All'interno di un approccio finanziario etico e sostenibile, la trasparenza è uno strumento potente e imprescindibile nella pratica finanziaria.

Una tale importanza può essere letta tanto da un punto di vista pratico-applicativo, quanto da un punto di vista teorico. Nel primo caso, come chiaramente stabilito nel Manifesto, la trasparenza è uno degli strumenti necessari a rendere la pratica finanziaria stessa più democratica ed equa e renderla un motore efficiente per uno sviluppo economico-sociale equo e sostenibile. L'equità e la sostenibilità, infatti, vengono garantite tanto dalla disponibilità di informazione, quanto dalla sua inclusività: quanto più l'informazione è trasparente, dunque, tanto più sarà comprensibile ai diversi attori coinvolti nella pratica finanziaria. In questa prospettiva, volendo continuare l'analisi del concetto di trasparenza da un punto di vista teorico<sup>18</sup>, questo assume una centralità assoluta, tanto da poter essere utilizzato come concetto cardine, che discrimina la teoria economica e finanziaria etica e sociale da altre teorie, in particolar modo da quella classica. Il ruolo ricoperto dal concetto di trasparenza all'interno di quest'ultimo approccio, infatti, potrebbe essere equiparato e contrapposto al ruolo ricoperto dal concetto di informazione all'interno della teoria classica dei mercati; garantendo così una chiara distanza tanto nell'approccio teorico quanto negli effetti pratici.

---

<sup>17</sup> *Ibidem*, p. 2.

<sup>18</sup> Cfr. C. Felber, *Gemeinwohl-Ökonomie, das alternative Wirtschaftsmodell für Nachhaltigkeit*, Piper Verlag, München, 2018.