

Davide Dal Maso e Giorgio Fiorentini (cur.), Creare valore a lungo termine. Conoscere, promuovere e gestire l'investimento sostenibile e responsabile, EGEA, Milano, 2013

Roberto Bongianini

Nell'ambito della cultura d'impresa si è voluto affrontare in modo organico il delicato tema della finanza sostenibile e responsabile, in un momento storico dove gli effetti della grave crisi economico-finanziaria pesano ancora sulla vita di milioni di persone. Il libro approfondisce così il tema dell'investimento sostenibile e responsabile (SRI) in modo esaustivo e secondo prospettive ampie e differenti. Si presenta in veste manualistica, strutturando l'argomento in tre parti: la prima sezione si sofferma sul "cosa è" chiarendo molti aspetti nozionistici e ambiti di sapere relativi all' SRI; la seconda sezione approfondisce i "come" analizzando tutti gli aspetti più o meno problematici connessi all'esigenze di misurare il livello di "responsabilità" e di "sostenibilità" nella gestione di un determinato investimento; la terza sezione esamina il mercato e la sua complessità sia al livello istituzionale che privato. La veste del libro è senz'altro piacevole, anche la scelta del colore e dell'immagine - un dicotiledone nel suo primo sviluppo - evoca di rimando l'attenzione ad un universo buono, che pur essendo in fase di crescita, è ancora caratterizzato da sostanziale fragilità.

Lo scritto - ovviamente stampato su carta prodotta da processi industriali attenti ad un uso responsabile delle foreste - è corredato anche di una ricca disponibilità di materiali di approfondimento presenti on-line e consultabili attraverso l'uso di un codice fornito nel retro del libro. Disponibile inoltre in formato elettronico e in versione app. I contributi provengono da autori impegnati professionalmente nel mondo accademico e

della finanza sostenibile e l'edizione è curata da Davide Del Maso segretario generale del Forum per la Finanza Sostenibile e Giorgio Fiorentini professore di Economia e gestione delle imprese sociali alla Bocconi.

Analizzando i contenuti, nella prima parte si aiuta il lettore a ripercorrere la particolare identità storica dell'SRI, che risulta contraddistinta da sempre da elementi più o meno orientati alla socialità e al mercato, ma sempre in equilibrio dinamico, pena lo snaturamento dell'investimento e la sua perdita di efficacia. E' nella ricerca di complementarità infatti, la migliore via strategica per lo sviluppo dell'SRI. Un fenomeno finanziario che seppure ancora trascurabile nell'aspetto dimensionale, è tuttavia ben radicato nella storia europea. La crescita nell'ultimo quarto di secolo è dovuta allo sviluppo di nuove modalità e di nuovi criteri di investimento. Di fatto si è passati dai criteri di sola esclusione a criteri positivi di best in class e di engagement. All'interno di un quadro complessivo è ovvio che lo Stato e la società civile costituiscono elementi indispensabili per la crescita di una cultura dell'SRI. Lo Stato può contribuire con una legislazione che favorisca una cultura della socialità, la società civile attraverso la sensibilizzazione e la denuncia di pratiche speculative e dannose verso la società, l'ambiente, le condizioni dei lavoratori.

Tecnicamente si tratta di un investimento finanziario che va da operazioni di compravendita titoli ed esercizio dei diritti associati alla proprietà, ad operazioni di credito o locazione finanziaria. In particolare l'universo di riferimento del testo è quello

offerto dal risparmio gestito (asset management), che è solo parte di ciò che comunemente si definisce con il termine di finanza sostenibile. In merito ai possibili approcci, l'analisi dello sviluppo storico, soprattutto quello più recente, aiuta a fare ordine. Le prime forme di investimento responsabile nascono avendo alla base una forte condivisione di valori etici. La spinta che ne deriva preme ad escludere dal proprio portafoglio investimenti in settori 'moralmente proibiti' - come l'alcool, la pornografia, le armi, il tabacco - ed il fenomeno è inizialmente relegato all'ambito dei movimenti religiosi. Intorno agli anni '70 l'agenda si arricchisce di temi sociali e di attualità (la guerra in Vietnam, apartheid, riforme del mondo del lavoro e della sanità, ecc.) e vede coinvolti associazioni culturali ed università. Ai tradizionali criteri negativi (di esclusione) si cominciano ad affiancare criteri positivi. Questo approccio, denominato *best in class*, promuove i titoli delle imprese che adottano le procedure e le prassi migliori nell'ambito di una responsabilità e sostenibilità che vuole essere attenta al sociale, all'ambiente e alla governance in genere. Sempre più diffusa è anche la pratica dell'*engagement* che mira a coinvolgere l'impresa seconda modalità che possono andare dalla semplice comunicazione su temi SRI, all'offerta di suggerimenti e sostegno al management, fino ad arrivare a forme di partecipazione attiva nelle assemblee, anche attraverso lo strumento del voto nel pieno esercizio dei diritti associati al titolo di proprietà. Ancora più recente è la prassi d'integrare l'analisi dei fondamentali economico-finanziari dell'impresa con elementi extra, spesso intangibili e non risultanti nei tradizionali bilanci di esercizio. L'incremento nella qualità delle informazioni consente di ottenere - differentemente da quanto si può credere - un miglioramento del rapporto rendimento-rischio. Il testo apre una riflessione sull'opportunità di scegliere - per lo sviluppo dell'SRI - tra modelli regolamentativi, che fanno riferimento a prescrizioni normative fissate ex-ante dal legislatore, oppure di ricorrere a modelli di autodisciplina, che favoriscono invece una

maggiore flessibilità nelle procedure di relazione tra stakeholder e proprietà, o in alternativa di scegliere soluzioni integrate tra i due.

Nelle considerazioni sull'efficacia dell'SRI nell'influenzare le politiche dell'impresa verso pratiche socialmente responsabili risultano più idonee azioni di partecipazione attiva (*voice*) al processo decisionale interno all'impresa, piuttosto che strategie di minaccia di disinvestimento finanziario (*exit*). L'efficacia dell'*engagement* può essere misurata direttamente dal valore dell'azione. Se il paradigma di riferimento è orientato verso gli shareholder si punta a convincere gli stessi che investire nel miglioramento della performance socio-ambientale è il modo migliore per aver un ritorno economico-finanziario significativo nel medio-lungo termine; in alternativa l'approccio stakeholder si esprime attraverso gli effettivi cambiamenti promossi dall'impresa. Qui però è la variabile non finanziaria a manifestare la misura di efficacia. In generale si cerca di tenere presente entrambi gli aspetti.

La seconda parte è dedicata ad approfondire le motivazioni dell'SRI. In questa prospettiva si coglie questo fenomeno non come di nicchia, ma in quanto facente parte a pieno titolo di tutto ciò che caratterizza l'attuale cambiamento sociale, in ragione anche di tutti gli squilibri, sociali ed ambientali, prodotti dal capitalismo contemporaneo. Il cambiamento sociale nel tempo forma l'opinione pubblica, comincia ad orientare politicamente, e stimola nuovi comportamenti e scelte; le imprese responsabili che sanno anticipare queste tendenze riescono ad acquisire un vantaggio competitivo, che si trasforma nel medio-lungo termine anche in un congruo ritorno finanziario. A differenza di altre piazze - spesso di natura merceologica, che hanno recepito e tradotto tendenze di cambiamento sociale in nuove prassi - la strada per l'SRI è più problematica, questo perché l'evidenza di legami esistenti tra scelte ed effetti potrebbe risultare non chiara, dal momento che l'SRI è un prodotto finanziario, a cui si associa di conseguenza, una complessità gestionale fatta

di passaggi intermedi, difficili da comunicare e diffondere. Risulta dunque un fattore critico nella distribuzione, l'incontro tra la domanda portatrice di esigenze e motivazioni orientate a valori - spesso specifici - e l'offerta vincolata solitamente a prodotti standard.

In questa parte sono affrontate questioni inerenti l'analisi ESG e la definizione dei rating di sostenibilità. Le metodologie si sono affinate soprattutto grazie al contributo di diverse agenzie europee (Eiris, Ethibel poi Vigeo, Sam, E. Capital Partners, ed altre). Gli ambiti corrispondenti a quelli della responsabilità sociale d'impresa sono: ambiente, sociale - interno ed esterno- e governance. Ad ogni ramo sono associati indicatori di performance che una volta pesati e sommati danno un punteggio che serve ad individuare le best in class (per area geografica e/o settore merceologico), e dunque a definire l'universo investibile per il gestore del fondo SRI. In merito alle fonti informative si evince come risulti critico il reperimento di informazioni qualitativamente utili alla definizione di un giudizio adeguato di sostenibilità. Spesso le agenzie lavorano su basi informative pubbliche o troppo dipendenti da informazioni messe a disposizione da quelle stesse imprese che possono anche permettersi di sostenere strutture ad hoc per le comunicazioni sulla propria responsabilità sociale.

Importanti ed attuali sono anche le considerazioni inerenti la problematica della performance finanziaria dell'SRI: valutazioni che risentono ancora di un generale scetticismo. Ripercorrendo quindici anni di studi su questo tema si arriva alla conclusione che effettivamente c'è pregiudizio sul tema. Lo studio di Barnett & Salomon evidenzia come approcci di selezione per esclusione, caratterizzati da motivazioni etiche, hanno portato storicamente all'inizio a performance ridotte, mentre man mano che gli approcci sono diventati più attivi ed attenti, si sono selezionate società caratterizzate da governance responsabili, con livelli alti di attenzione al sociale ed ambientale - ed i cui titoli hanno in genere quotazioni più stabili - e

migliori prospettive in termine di redditività. In questo senso la relazione tra sostenibilità e performance finanziaria è positiva, contraddicendo alle conclusioni tradizionali della teoria di Markowitz. E' evidente che il mercato finanziario non riesce ancora a riflettere nei prezzi il fattore ESG, sottostimando così il valore reale delle imprese SRI, e di conseguenza rendendole oggi un'ottima opportunità d'investimento.

La terza parte del testo approfondisce il ruolo dell' SRI nel mercato finanziario, essendo lo stesso più che altro un modo diverso di fare asset management. La domanda di SRI coinvolge investitori privati, soprattutto famiglie (retail) e istituzionali come i gestori. Essendo un prodotto finanziario complesso l'SRI presenta sempre aspetti critici in fase di comunicazione, anche per l'inadeguata preparazione sul tema da parte dei distributori finanziari, che spesso non riescono ad interpretare correttamente gli obiettivi di chi vuole fare investimenti di questo tipo. Dal lato dell'offerta troviamo soprattutto i gestori di fondi che offrono al segmento retail prodotti standardizzati, mentre offrono agli investitori istituzionali prodotti selezionati secondo esigenze specifiche. In questo caso è sempre necessario avere analisti esperti di ESG le cui informazioni non sostituiscono ma vanno ad integrare l'analisi fondamentale condotta secondo i criteri tradizionali. Nel complesso oggi si considera l'SRI a tutti gli effetti un mercato caratterizzato da una sua struttura specifica e definita. La crisi economica ha dimostrato poi come chi ha investito in SRI sia riuscito a contenere i danni, per questo è in atto la tendenza ad introdurre certificazioni sulla qualità dei prodotti SRI, che possono così accrescere e favorire obiettivi di sviluppo ulteriore nella raccolta. In questa ultima sezione sono poi affrontati temi specifici come la funzione dei fondi specializzati in SRI, il rapporto tra cliente e promotore finanziario, la difficoltà di fare informazione, l'importante ruolo dei fondi pensione, il caso degli investitori religiosi.

Il contributo di questi ultimi - per la forte connotazione etica nella scelta

dell'investimento – è stato determinante nella fase di sviluppo e di consolidamento; il ruolo degli investitori religiosi risulta oggi però ancora essenziale per la crescita del mercato attuale, dal momento che le buone risultanze economiche del prodotto SRI possono offuscare quelle motivazioni etiche, che sono sempre state il fattore cruciale per tali investimenti, e che caratterizzano la politica investitoria di tale enti.

Il lavoro si conclude delineando nel complesso un quadro vivace, che lascia ben sperare per il futuro dell'SRI, quando il ruolo dell'engagement sarà indispensabile per favorire quel cambiamento culturale capace di

orientare verso una maggiore sostenibilità e responsabilità sociale, passando anche attraverso un maggiore sostegno alla dimensione locale e territoriale di fare impresa - soprattutto nello sviluppo del modello italiano.

Uno strumento che risulta certamente utile, sia a chi desidera conoscere più da vicino l'SRI sia agli esperti che sono in cerca di approfondimenti e aggiornamenti sulla materia, ricerca resa possibile grazie agli abbondanti contenuti digitali associati al testo e consultabili on-line. Notiamo solo che la presenza di un elenco degli acronimi avrebbe reso più agevole la lettura ai profani.