

Sommario

Editoriale	Dare i numeri serve. Ma non sempre <i>a cura della Direzione</i>	1
Macroeconomia	Avanti tutta. Ma nel 2015 <i>Colloquio con Alessandro Fugnoli</i>	5
ESG	Sviluppo ed investimenti sostenibili – le peculiarità del caso Italia <i>di Daniela Carosio</i>	9
Mercati	L'Indice Islamico della Borsa Italiana: come attrarre in Italia gli investimenti orientati alla Sharia <i>di Enrico Giustiniani</i>	13
Bilancio Integrato	Il Report Integrato e l'Intellectual Capital Statement <i>di Andrea Gasperini e Paolo Bigotto</i>	17
Principi Contabili	I ratios di bilancio delle imprese in regime di contabilità semplificata <i>di Giocchino Acampora</i>	27
Modellistica	Profili di applicazione pratica della "Legge di Benford" per la determinazione di anomalie, errori o manipolazioni di dati contabili <i>di Carlo Mauri</i>	31
Mercati finanziari	"La Magia della Finanza" chiede regole <i>di Filippo Cavazzuti</i>	39

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 19 aprile 2013

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Corso Magenta, 56, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500, Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it - info@aiaf.it

Progetto grafico
Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione
Service provider:
Wellnet srl—Piazzale L. Cadorna, 13 Milano -
sito internet: <http://www.aiaf.it>
Abbonamento annuale 2013 (RIVISTA AIAF
online con i Quaderni online aperiodici, Atti dei
Convegni in formato pdf. e password per visiona-
re anche altre pubblicazioni on line alla tariffa
annua di Euro 100,00 (esente IVA), Quaderni
arretrati Euro 15,00 cartacei, Euro 10,00 online



di Daniela Carosio*

Sviluppo ed investimenti sostenibili – le peculiarità del caso Italia

Nel seguente articolo cercherò di tracciare alcune linee guida per inquadrare il tema dello sviluppo e degli investimenti sostenibili, mettendo a fuoco le peculiarità del caso italiano.

Sviluppo sostenibile - definizione

Il termine "sviluppo sostenibile" viene adottato per la prima volta nel 1987 dal Rapporto Brundtland¹ e fa riferimento ad uno sviluppo che rispetti l'equità intergenerazionale e soddisfi i bisogni presenti, senza compromettere il diritto delle generazioni future a soddisfare i propri.

Per avere uno sviluppo sostenibile è necessario diminuire drasticamente le esternalità negative dell'attività aziendale ed aumentare quelle positive. L'attività di misurazione è un primo passo in questa direzione. Tra le principali esternalità negative che vengono misurate vi sono: emissioni di sostanze inquinanti, rifiuti e materiali tossici, qualità della vita e relativi indicatori. Le esternalità positive si misurano in termini di innovazione tecnologica sui processi (che aumentino l'efficienza nell'utilizzo delle risorse ad es. elettricità, acqua, mix energetico) e sui prodotti (es. biotecnologie, ICT, e-learning, mobilità, smart cities, servizi e prodotti che aumentano la qualità della vita). Tra le agenzie internazionali e società di ricerca che si sono specializzate nella misurazione delle esternalità vi sono: il Carbon Disclosure Project, il Global Compact e la società Truecost.

Lo sviluppo sostenibile necessita poi di essere governato a livello aggregato dal legislatore nazionale ed internazionale (convenzioni sulla biodiversità, protocollo di Kyoto, normativa ambientale europea).

Affinché ci sia uno sviluppo sostenibile è rilevante avere una visione di insieme dei trend di sviluppo economici e sociali

(*megatrends*²). Inoltre, tali trend vanno governati, sia favorendo l'attività del legislatore, ma prima ancora contribuendo a sensibilizzare le associazioni professionali di categoria sulle conseguenze dei megatrends e sulla necessità o meno di governarli.

Attenzione a non fare confusione con la produzione di bilanci sociali, la filantropia o la finanza etica

Va innanzitutto sgombrato il campo dell'equazione investimenti sostenibili e finanza etica. La finanza etica è nata nel mondo religioso protestante nel XIX secolo ed introduce nella finanza temi valoriali che non sono strettamente collegati ai temi della sostenibilità. Talora possono addirittura essere in contrasto come nel caso della ricerca sulle staminali.

La sostenibilità di un'azienda non coincide con il redigere un bilancio sociale o fare filantropia, già Parmalat prima che venisse scoperta una frode di oltre 5 miliardi di euro era una delle poche aziende italiane a redigere un bilancio sociale e l'imprenditore dell'amianto Stephan Schmidheiny³, con la filantropia e la consulenza sui temi della sostenibilità si è rifatto il curriculum, diventando Presidente onorario del World Business Council for Sustainable Development.

E allora?

E' importante chiarire che non stiamo

parlando di 'window dressing' o di 'green washing', ma stiamo parlando del cuore delle strategie aziendali e dei futuri paradigmi concorrenziali, dove è impegnata la leadership aziendale che governa tutto il processo. Alcune tra le aziende che hanno fatto proprio questo modello di sviluppo sono ad es. Novonordisk, Novozymes, Phillips, Angelantoni, Novamont, Ansaldo STS, Landi Renzo, ecc.

NOTE

* Socio Aiaf dal 1999, Director, Institutional Relations at ECPI Group. Membro ESG Commission of European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS).

¹ Redatto dalla *World Commission on Environment and Development* creata dalle Nazioni Unite e presieduta dal 1983 da Gro Harlem Brundtland, ex Primo Ministro della Norvegia per portare avanti il progetto intrapreso dal Club di Roma del 1972 con il Rapporto sui limiti dello sviluppo.

² Tra i principali megatrends vi sono il cambiamento climatico, l'urbanizzazione, il cambiamento degli stili di vita sul modello occidentale dei Paesi Emergenti, la scarsità delle risorse naturali e le tensioni sulla risorsa acqua, la deforestazione a causa soprattutto dello sfruttamento dei biocarburanti e del bestiame, l'invecchiamento della popolazione nei Paesi sviluppati con le conseguenti tensioni sul sistema pensionistico e sul welfare, lo sviluppo delle nuove tecnologie, ecc..

³ Condannato a 16 anni di carcere nel marzo 2012 dal tribunale di Torino per le morti alla Eternit di Casale Monferrato (cfr. <http://www.bloomberg.com/news/2012-02-13/sustainability-pioneer-sentenced-to-prison-over-asbestos.html>).



Sviluppo ed investimenti sostenibili – le peculiarità del caso Italia



La quantificazione dei costi dei rischi ESG

La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza l'importanza di considerare elementi di rischio sistemico e di governance dei mercati nell'analisi degli investimenti.

I rischi di governance e corruzione stanno costando miliardi di dollari di penali alle principali banche mondiali: JPMorgan, City, Barclays, Deutsche Bank, UBS, Nomura, ecc.

I rischi ambientali impattano in maniera crescente sui bilanci delle società. L'incidente alla piattaforma off-shore Deepwater Horizon di BP nel Golfo del Messico nel 2010 si prevede costerà alla società petrolifera la cifra record di 42 miliardi di dollari tra penali e risarcimenti e l'incidente ai reattori nucleari della centrale di Fukushima del 2011 costerà vari trilioni di Yen alla società giapponese Tepco, nel frattempo nazionalizzata per evitarle il fallimento. Ma anche i temi sociali del rispetto dei diritti umani e del diritto alla salute delle comunità locali impatteranno in maniera crescente sulla c.d. 'licence to operate' delle aziende come si sta percependo in questi mesi per il caso Ilva.

Si pensi ancora ai danni reputazionali della società mineraria Vedanta, in seguito alla campagna contro la costruzione di una miniera di bauxite in un sito venerato da comunità indigene nello stato di Orissa in India, progetto bloccato da una sentenza di un tribunale indiano e che ha visto anche l'opposizione di importanti investitori inglesi, tra cui la Chiesa Anglicana. Si pensi ancora al gruppo minerario brasiliano

no Vale, coinvolto nella costruzione della diga Belo Monte in Amazzonia e accusato di violazione dei diritti umani degli indios in Amazzonia e di danni incalcolabili alla bio-diversità.

In Italia i casi eclatanti di sviluppo insostenibile passano dall'inquinamento ambientale (Ilva di Taranto), alla salute sul lavoro e nella comunità (Casale Monferrato e gli altri siti italiani della multinazionale svizzera Eternit di proprietà di Stephan Schmidheiny), alla sicurezza sul lavoro (incendio allo stabilimento di Torino della Thyssen-Krupp nel dicembre 2007 costato la vita a 7 operai), alla corruzione (Finmeccanica), alla frode (MPS) e alle carenze nella governance (abbastanza diffuse).

Queste vicende sono strettamente collegate al valore delle imprese che analizziamo per conto degli investitori. Ne deriva la rilevanza per l'analisi finanziaria degli indicatori ESG (Environment, Society, Governance).

L'integrazione dei fattori ESG

Il valore dell'equity e di altre *asset class* viene influenzato in maniera crescente dai fattori ESG. Tali fattori agiscono non solo e non sempre come fattori di rischio ma possono contribuire a far emergere anche opportunità strategiche (in termini di sviluppo di nuove tecnologie, di nuovi prodotti e mercati).

Ad oggi l'integrazione fra fattori ESG e fattori di analisi fondamentale nell'ambito dei processi di investimento riguarda oltre il 10% delle attività gestite professionalmente in Europa e negli Stati Uniti. I firmatari dei "Principi per l'Investimento Responsabile delle Nazioni Unite" (UN PRI) sono oltre 1.100 e rappresentano, nell'insieme, attività gestite per oltre 32 trilioni di euro, pari al 15% degli attivi globali in gestione.

Le principali banche di investimento e società di gestione internazionali quali ad esempio Goldman Sachs, JP Morgan, UBS, Pimco, Robeco, Henderson, Hermes, Standard Life Investments, Amundi, Aviva Investors, Allianz, Axa, Blackrock, Dexia, DB Advisors/DWS Investments, Generali Investments, Groupama, Pictet hanno costituito al loro interno dei team di ricerca Social Responsible Investments (SRI) che collaborano sempre più strettamente con gli analisti che si occupano di ricerca fondamentale.

Ripensare le peculiarità del mercato finanziario e del ciclo degli investimenti in Italia

Quale è la relazione tra domanda di capitale da parte delle imprese e l'offerta di capitale da parte degli investitori e risparmiatori? Il ciclo degli investimenti in Italia risente in questa congiuntura difficile del *fiscal compact* e della crisi dell'euro, così come della stretta fiscale e creditizia e di uno spiazzamento (*crowding out*) da parte del debito pubblico. Ma anche di un mercato finanziario asfittico, che dopo l'incorporazione di Borsa Italiana nel London Stock Exchange nel 2008 ha visto ulteriormente diminuire il proprio potere decisionale a favore di Londra. È interessante a proposito rileggere i risultati di uno studio accademico della fine del secolo scorso che evidenziano come l'allocation dei capitali sia più efficiente in mercati finanziari sviluppati, dove ci sia una buona tutela degli azionisti di minoranza e una bassa presenza dell'azionariato statale nelle imprese quotate⁴.

Ecco perché per molte imprese non è più sufficiente il credito bancario per sostenere lo sviluppo. Viene richiesto agli investitori istituzionali, fondi e casse di previdenza, fondazioni bancarie di sostenere in questa fase difficile la crescita delle imprese e delle infrastrutture. Insieme allo scar-

NOTE

4 Journal of Financial Economics, *Financial Markets and the Allocation of Capital*, Jeffrey Wurgler, Yale School of Management, September 1999.

so sviluppo del nostro mercato finanziario, le debolezze nella governance degli investitori istituzionali⁵ e la poca attenzione ai doveri fiduciari frenano lo sviluppo di un circolo virtuoso.

Gli investimenti sostenibili ed il loro contributo allo sviluppo sostenibile

Finora in Italia si è parlato molto di risparmio gestito, ma molto poco di investitori istituzionali. Soprattutto poca è la trasparenza sul loro modello di investimento. Di fatto però il rapporto tra risparmio ed investimento e creazione di valore nel mondo delle imprese in Italia non è mai stato molto semplice e costruttivo e sembra essere addirittura peggiorato negli ultimi anni. La ragione deriva da un lato da una mancanza di visione del legislatore, ma dall'altro anche da un tema rilevante di governance del mercato e degli investitori istituzionali. Il tema certo esiste anche all'estero e in modelli di capitalismo avanzato. Però da noi manifesta gli effetti più perversi.

Peculiarità del sistema impresa in Italia: piccolo è bello

Vi sono casi virtuosi di aziende piccole, innovative, trainate dalle esportazioni.

Vi sono casi di aziende grandi, sussidiate dallo Stato e che vivono di rendita che a loro volta distribuiscono in parte alla politica, sono aziende corrotte con forti carenze di visione strategica e di governance.

Ma probabilmente la questione più delicata è data dalla scarsa capacità di innovare a livello sistemico delle grandi società⁶ per cui lo zoccolo duro dell'industria italiana si assottiglia sempre di più e questo denuncia un grave deficit di governance e visione strategica. Ma

anche di capacità di fare sistema e di collaborare. Per questo il tema della sostenibilità va visto non come marginale, ma come centrale.

L'integrazione dei fattori di rischio ESG consente di allocare le risorse finanziarie verso quei settori che più valorizzano lo sviluppo sostenibile e di premiare quelle aziende e quei settori che maggiore contributo danno e daranno ad uno sviluppo sostenibile.

Le associazioni professionali e di categoria dovrebbero favorire un dibattito interno e con il legislatore per chiarire i passi da fare per intraprendere un simile cammino. Non c'è più tempo da perdere, se si vuole arrestare il declino degli ultimi 25 anni.

(riproduzione riservata)

NOTE

- 5 Ad es. i consigli di amministrazione dei fondi espressione al 50% della parte datoriale e sindacale con la rotazione del Presidente non rendono efficienti i processi decisionali e spesso portano a decisioni subottimali.
- 6 Si veda l'articolo di Paolo Bricco 'Nell'acciaio l'Italia perde la partita sulla ricerca' su Il Sole 24 Ore del 7 marzo 2013 <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2013-03-07/nellacciaio-italia-perde-partita-064129.shtml?uuid=AbesBfbH>

Aiaf Financial School: formazione e opportunità professionali nella Finanza

