

Introduzione

di *Lucilla Tealdi*

Lo scopo principale di un'impresa è di generare valore per i suoi azionisti. Gli azionisti possiedono le azioni dell'impresa e la loro ricchezza è rappresentata dal valore delle azioni in possesso per il prezzo delle azioni stesse. L'andamento del prezzo, dunque, esprime il successo o l'insuccesso delle strategie d'investimento, di finanziamento e di gestione che il management dell'impresa mette in atto.

Accanto a questo «goal» non si può ignorare l'aspetto della responsabilità sociale: la creazione di valore deve interessare, oltre agli azionisti, tutti gli stakeholder dell'impresa, cioè tutti quelli che hanno un interesse in essa: i lavoratori, i consumatori, lo Stato, i fornitori, l'ambiente esterno ecc. Infatti, la creazione di valore si visualizza non solo nell'andamento del prezzo dell'azione, ma anche nella serie d'attività realizzate dall'impresa quali la protezione dei consumatori, il pagamento degli stipendi ai lavoratori, il mantenimento di condizioni di lavoro «adeguate», l'uso di lavoratori di età appropriata, il supporto della crescita e della diffusione del know-how, la protezione dell'ambiente, dell'aria, dell'acqua. Solo se l'impresa genera valore per i suoi stakeholder, allora genererà valore per i suoi azionisti (*Enterprise Value vs Equity Value*).

È evidente oggi più che mai che la responsabilità sociale sta assumendo un ruolo sempre più importante nelle decisioni aziendali. Anzi, è ormai consuetudine pensare che l'impresa che non si occupi di responsabilità sociale avrà più difficoltà a produrre valore per gli azionisti e a crescere in modo armonico.

Per i mercati finanziari creare valore significa, invece, offrire alle imprese gli strumenti adatti per crescere e usufruire di tutte le risorse a loro disposizione. A seconda della tipologia d'impresa, del

momento del ciclo di vita nella quale l'impresa si trova, del momento economico in corso, i mercati finanziari e i loro operatori principali (banche d'affari, fondi di private equity o venture capital, banche commerciali ecc.) aiutano le imprese a raccogliere i fondi nel modo più efficiente possibile così da generare anche un valore per se stessi. Anche in quest'ambito è molto importante trovare un sistema di valutazione che possa includere la responsabilità sociale e la sostenibilità.

All'interno del processo di creazione di valore, l'aspetto più importante è sicuramente quello delle decisioni d'investimento. Per quanto riguarda l'impresa, tali decisioni si riferiscono a quell'insieme di scelte che l'impresa compie per definire quali assets possano generare i cash flow necessari per sostenere la sua struttura finanziaria e generare valore (dividendi) per gli azionisti. Per i mercati finanziari e i loro operatori, le decisioni d'investimento riguardano la scelta di portafogli d'investimento composti da imprese che generino valore nel lungo periodo.

Anche nella scelta e valutazione degli investimenti è cruciale il fattore della responsabilità sociale. Per le imprese, per esempio, la scelta di un bene che serve a migliorare la produzione non può esulare dalla comprensione di quanto il nuovo bene incida sulla produzione di scorie nell'ambiente o sul personale specializzato necessario a farlo operare. Per i mercati finanziari e i loro operatori, il processo di selezione del portafoglio d'impresе deve includere, tra gli altri, elementi di valutazione quali la corporate governance e il comportamento sociale dell'impresa rispetto ai suoi stakeholder e all'ambiente.

Il problema che si presenta ora è duplice:

1. da una parte c'è un'evidente difficoltà riscontrata dagli operatori finanziari e dalle imprese a capire come valutare concretamente questi fattori sociali, ambientali e di sostenibilità (ESG – *Environment, Social and Governance*);
2. dall'altra si evidenzia la necessità di visualizzare l'effettivo valore generato dall'affiancare a metodologie tradizionali la valutazione ESG extrafinanziaria.

Da questi due quesiti nasce l'idea di questo libro, che si rivolge sia

agli operatori finanziari sia alle imprese proprio per cercare di offrire loro una risposta.

Nel primo capitolo, infatti, si dà una definizione degli investimenti sostenibili e si analizza la loro crescita nel quinquennio 2003-2007, con una particolare attenzione a tutte quelle organizzazioni internazionali e/o leggi e principi contabili che hanno stimolato tale crescita. Lo scopo è di evidenziare come le imprese e gli operatori finanziari si siano resi conto dell'importanza dell'integrazione degli elementi puramente finanziari con quelli extrafinanziari di tipo ESG. Infatti, i due casi studio trattati nel libro (ECPI e Goldman Sachs Sustain) vogliono essere la testimonianza concreta di come due aziende, partite da premesse diverse (ECPI dall'analisi extrafinanziaria, mentre GS da quella puramente finanziaria) per considerare la sostenibilità nella valutazione delle aziende, stiano convergendo verso l'approccio d'integrazione.

Nel secondo capitolo, attraverso il caso di ECPI (E. Capital Partners Indices) si dimostrerà come si costruiscono e si usano strumenti di analisi etica e di sostenibilità degli investimenti. ECPI (dal 2008 parte del Gruppo Mittel) è un'azienda con sedi a Milano, Lussemburgo e Londra ed è presente a Shanghai con un team di ricercatori; è nata con l'obiettivo di studiare il concetto d'investimento etico e di creare strumenti di analisi «etica» degli investimenti per istituzioni cattoliche. Lo scopo iniziale era l'esclusione dall'universo d'investimento di emittenti incoerenti con i valori cattolici. Grazie agli stretti legami con il mondo accademico, in particolare con l'Università Bocconi di Milano, e con le principali società finanziarie mondiali, questa attività si è lentamente evoluta verso una valutazione ESG degli emittenti, secondo un approccio disciplinato e basato su regole chiare e condivise e una metodologia di rating proprietaria certificata, ponendo le basi per lo sviluppo di benchmark e indici investibili. Oggi la sua principale area di attività è la fornitura d'informazioni extrafinanziarie a integrazione dell'analisi finanziaria tradizionale, per consentire una valutazione più informata del profilo rischio/rendimento dei target d'investimento dei suoi clienti.

Nel terzo capitolo si pone l'attenzione su un progetto molto ambizioso della banca d'affari statunitense Goldman Sachs, il GS SUSTAIN, che serve a testimoniare il passaggio da un approccio

puramente finanziario a uno che integri la sostenibilità nell'analisi finanziaria stessa. Tale approccio è basato su un sistema per l'esame delle fonti di vantaggio competitivo in settori economici maturi e per l'identificazione dei casi vincenti nei paesi emergenti, dove è richiesta una spiccata capacità di adattamento a contesti in rapida evoluzione. L'iniziativa è nata nell'ambito di Goldman Sachs per verificare la presenza di inefficienze di mercato – quindi la possibilità di realizzare un extrarendimento – generate dal fatto che le analisi svolte trascurassero fattori extrafinanziari. Quest'attività ha portato Goldman Sachs a creare e sviluppare un team di ricerca autonomo e indipendente, focalizzato sull'analisi degli aspetti ESG, considerati possibili indicatori della presenza di un vantaggio competitivo. L'obiettivo è l'integrazione di questi aspetti nell'attività di ricerca della banca, ai fini di identificare una lista di aziende con un alto potenziale di crescita nel lungo termine nei diversi settori.

In conclusione, dunque, le due realtà di ECPI e GS SUSTAIN sono la testimonianza reale di come l'adozione di una strategia che porta all'integrazione di informazioni extrafinanziarie nell'analisi finanziaria tradizionale possa offrire un quadro più completo, cioè basato su un set più ampio di informazioni, per una valutazione degli emittenti a medio-lungo termine.

Ringraziamenti

A Michele Calcaterra per la brillante idea editoriale e l'incoraggiamento continuo.

A Guerino Guarnieri per i suoi consigli.

A Raj Singh, Riccardo Palma, Sebastiano Picone, Wei Song, Francesca Ruggiero, Liliya Spasova, Camilla Bossi e Filippo Bucci senza il cui contributo questo libro non avrebbe potuto essere scritto.