Rodolfo Vignocchi

Finanza, investimenti e sostenibilità

Indice

- Premessa
- La finanza: origine e vittima della crisi
- Crescita, PIL, sostenibilità
- Un mondo da rifare
- Investire per creare ricchezza. Creare ricchezza per fare investimenti
- Mettere in moto la macchina. Far partire gli investimenti
- Politiche fiscali, *project-finance* e altro
- Il modello ESCo
- Il modello *Crowdfunding*
- La valutazione degli investimenti
- Conclusioni

Premessa

“Ma dove troviamo i soldi?”. E’ questa senza dubbio la domanda più ricorrente e più disarmante di questi tempi nel nostro Paese. Una domanda che, racchiudendo in sè la risposta (“non ci sono”), si trasforma in alibi per un generalizzato immobilismo rispetto a qualunque tentativo di imboccare percorsi di innovazione in quasi tutti i campi.

L’analisi degli Scenari Tecnologici da utilizzare come guida per le prospettive dell’economia della nostra Regione richiede pertanto che si affronti anche questo tema: come reperire le risorse finanziarie necessarie per sostenere i percorsi evolutivi che vengono individuati sotto il profilo tecnologico ed industriale. Il tema è emerso con evidenza fin dai primi incontri all’interno del gruppo di lavoro che si occupa dello scenario “Costruzioni sicure e sostenibili” ed ha portato alla decisione di dedicare un documento specifico all’approfondimento di questo ambito.

Si è pensato infatti che anche i modelli di *funding* dovessero diventare oggetto di percorsi di innovazione dal momento che, senza trovare modalità per smuovere l’attuale situazione di stallo, diventa molto difficile accompagnare le indicazioni di percorso individuate dagli Scenari Tecnologici.

Il presente documento costituisce un primo momento delle possibili riflessioni in questo campo, una sorta di indice da utilizzare in seguito per dare vita ad approfondimenti specifici, coinvolgendo attori e competenze specialistiche ed interdisciplinari tradizionalmente estranee agli studi sugli scenari tecnologici.

Ancora in premessa una considerazione sullo sviluppo del documento. Si è ritenuto utile una breve digressione sulla fotografia della situazione attuale, sull’origine e sulle conseguenze della crisi che stiamo attraversando, nella convinzione che il tema del reperimento delle risorse finanziarie non possa prescindere da alcuni fondamentali elementi di contesto.

La finanza: origine e vittima della crisi

Non ci sono dubbi sul fatto che la profonda crisi che sta attraversando il sistema economico globale abbia avuto origine da comportamenti distorti della finanza speculativa. Parliamo della finanza che ha intrapreso la strada della creazione di ricchezza dalla finanza stessa con architetture "derivate" senza più alcun collegamento con la cosiddetta economia reale. E' una deriva che anche in passato è stata all'origine di bolle speculative, ma che ha assunto negli ultimi due decenni dimensioni gigantesche e fuori controllo a causa sia dei processi di deregolamentazione attuati in maniera generalizzata, sia della disponibilità delle nuove tecnologie (capacità di calcolo e telecomunicazioni) in grado di mettere in campo veri e propri fattori di scala nella velocità delle transazioni e nella quantità e complessità dei titoli emessi . Basti pensare che solo nel 1990 l'ammontare della finanza "derivata" (l'ammontare dei titoli che hanno come sottostante altri titoli) valeva circa due volte l'ammontare del PIL mondiale, più o meno come il totale della finanza "diretta"(azioni e obbligazioni). Dopo solo venti anni, all'epoca dell'inizio della crisi, mentre la finanza diretta valeva ancora all'incirca due volte l'ammontare del PIL mondiale, il totale della finanza derivata si era moltiplicato in modo incontrollato, con stime che vanno da dieci ad addirittura settanta volte il PIL mondiale (!). Una quantità immensa di ricchezza virtuale in grado di scommettere su qualunque tipo di evento e di condizionare le economie di interi paesi. La crisi, come sappiamo, inizia verso la fine del 2007 e scoppia nell'estate del 2008 con l'evidenza dell'impossibilità per le grandi banche di far fronte alle perdite dovute ai prodotti finanziari tossici. E a quel punto, come noto, si innesca un effetto contagio che dalle grandi banche (*too big to fail*) si trasferisce agli Stati attraverso l'aumento del debito, e dagli Stati di nuovo alle banche per i rischi relativi alla sottoscrizione dei titoli pubblici. Una spirale perversa che ha ben presto intaccato l'economia reale, drenato la liquidità, il credito e la fiducia con gravi conseguenze per le imprese e il sistema produttivo.

Naturalmente la crisi non colpisce in modo omogeneo, ma concentra i suoi effetti soprattutto nei paesi nei quali il tasso di crescita risente del raggiungimento di un asintoto (Europa in primis). Si crea una geografia a macchia di leopardo dove le imprese che vivono della sola domanda interna (italiana, ma anche europea) soffrono in maniera particolare, al contrario di quelle che hanno dimensioni e/o nicchie di eccellenza che le mettono in grado di sfruttare la forte crescita di domanda dei paesi emergenti.

Dal circolo vizioso così innescato deriva la grande difficoltà specialmente in Italia nel reperire risorse finanziarie, essendo da un lato bloccati gli investimenti pubblici e dall'altro limitato l'accesso al credito, indispensabile lubrificante per lo sviluppo delle attività d'impresa.

Crescita, PIL e sostenibilità

Tra i ragionamenti da affiancare al tema dei modelli di *funding* crediamo sia indispensabile un cenno al "cuore del problema", alla vera e più profonda origine della crisi.

Non possiamo negare che l'aver lasciato scorazzare a briglie sciolte i meccanismi della finanza derivata, oltre ad essere stato funzionale alle aspirazioni di arricchimento rapido di *trader* e *investment bankers*, è stato anche funzionale alla necessità di rispondere al "teorema della crescita infinita", vero Mantra di una buona parte degli economisti di tutto il mondo. Non è questo il contesto per affrontare un tema che va ben al di là degli obiettivi di questo documento, ma è necessario comunque soffermarsi su alcune brevissime osservazioni. E' evidente che una aspettativa di crescita infinita è un non senso logico che cozza in primo luogo contro la finitezza del sistema pianeta e delle sue risorse naturali. E' altrettanto evidente che la crescita del benessere, così come oggi la misuriamo (crescita del PIL), è una curva che tende ad un asintoto. Le società evolute crescono sempre meno. Crescono molto le società "emergenti", ed è naturale così. Pensare che oggi le società occidentali economicamente evolute continuino a crescere ai tassi di allora è del tutto velleitario ed è questo il motivo per cui la crescita di "ricchezza" pilotata dalla finanza ha surrogato il calo di crescita economica tradizionale.

Crescita e sviluppo, intesi come noi li definiamo fino ad oggi, comportano poi un sempre maggiore utilizzo delle risorse naturali del pianeta che porta inevitabilmente al loro più o meno rapido esaurirsi. E' da questa considerazione che trae origine il concetto di sostenibilità.

La soluzione non è però quella di assurgere a valore il concetto di decrescita, felice o infelice che sia, come da alcuni viene sostenuto. Si tratta invece di proseguire sul cammino dello sviluppo, ma di uno sviluppo diverso, misurato con una diversa unità di misura. Il dibattito su questo tema a livello planetario data ormai diversi anni. A partire

dalla ormai celebre affermazione di Robert Kennedy nella campagna elettorale del 1968 (“....il PIL misura tutto, eccetto ciò che rende la vita degna di essere vissuta.”), molti studiosi ed economisti hanno messo in discussione la bontà del PIL, al punto che sono nate diverse iniziative anche in ambito istituzionale, tra cui la conferenza di Bruxelles del 2007 organizzata da Parlamento Europeo, OCSE e WWF, intitolata “Beyond GDP” e una serie di ambiti autorevoli di sperimentazione anche in Italia, come il progetto BES (Benessere Equo e Sostenibile) nato per iniziativa di Cnel e Istat.
Il tema però è tenuto per il momento fuori dai tavoli dei grandi decisori. Si sta prendendo atto che il mondo sta evolvendo a grande velocità in tutti i campi, si sta intravedendo il potenziale dell’evoluzione scientifica e tecnologica per il miglioramento del benessere collettivo, si osserva che tutta la società è destinata a cambiare radicalmente, ma l’unica cosa che non si osa mettere in discussione è l’ unità di misura che utilizziamo per la valutazione del benessere, una formula arbitraria, oggetto di una convenzione, che non ha in sè niente di definitivo o di scientifico.
Non è che il PIL sia concettualmente sbagliato: è inadeguato a rappresentare una società evoluta. Diciamo che è un sistema di misura grossolano, che, se può andare bene in una fase iniziale dello sviluppo misurando la crescita “un tanto al braccio”, non può più andare bene invece quando si è vicini all’asintoto.
In questa situazione occorre uno strumento più raffinato e più completo, adatto a misurare una crescita del benessere più “immateriale” che possa tenere conto della qualità della vita, dell’equità sociale, dello stato dell’ambiente, della giustizia, delle opportunità dei giovani, della qualità delle relazioni, del tempo a disposizione degli individui, del livello culturale, della possibilità di viaggiare….etc. In poche parole tutte le cose a cui maggiormente aspira una società evoluta, che ha già ampiamente soddisfatto i bisogni materiali di primo e di secondo livello.
Tra le innovazioni necessarie in questo momento una delle più importanti riguarda la definizione di una nuova equazione che consenta di misurare in modo adeguato la “vera crescita”.
Allo stesso modo come è avvenuto nella fisica: la legge di gravitazione universale di Newton ha spiegato perfettamente il movimento dei corpi ed ha sempre funzionato fino a quando non ci si è trovati di fronte a particelle piccolissime e velocissime per le quali quella legge non era più in grado di funzionare: un nuovo contesto richiedeva nuove leggi. Le leggi di Maxwell sull’elettromagnetismo e la relatività ristretta di Eistein hanno superato la Fisica Classica portando di nuovo tutto a sintesi. Una nuova legge, più

raffinata di quella di Newton, e che purtuttavia la comprende, riesce a spiegare anche situazioni che con la Fisica Classica non trovavano spiegazioni.
Il nuovo sistema di misura (nuovo PIL) non sarebbe un parametro neutrale, come non lo è in effetti nemmeno l'attuale PIL. Darebbe origine ad una nuova competizione tra le economie facendo realmente emergere quelle più virtuose in termini di soddisfazione dei bisogni delle persone e di qualità della vita. E il mutamento di percezioni di valore diventerebbe un elemento chiave nelle scelte di investimento di persone e imprese in direzione di una maggiore sostenibilità. Per questo motivo questo tema è profondamente connesso all'argomento di questo documento e alla strumentazione per reperire le risorse finanziarie da destinare agli investimenti.
Non essendo peraltro ancora all'ordine del giorno un percorso concreto per l'adozione di un nuovo PIL, crediamo però che sia giunto il momento di iniziare concretamente a convogliare creatività e innovazione anche su questo terreno. L'Emilia Romagna, una delle regioni più avanzate al mondo in termini di ricchezza e di benessere, dovrebbe provare ad inserirsi nel filone della Ricerca anche in questo campo, magari partecipando a gruppi di studio e prestandosi per una sperimentazione sulle misure del benessere sulla base di un nuovo parametro.

Un mondo da rifare

Il cardinal Martini, nel suo testamento spirituale, ha dichiarato che la Chiesa è indietro di 200 anni. L'affermazione è stata vissuta da alcuni come una provocazione. Non ci permettiamo di fare valutazioni su questo tema, ma ci sentiamo di affermare con altrettanta forza che è tutto il mondo che abbiamo costruito ad essere indietro di almeno un secolo.
L'invecchiamento rapido è dovuto ad un fenomeno straordinario: il formidabile effetto leva che si è determinato negli ultimi cinquant'anni nello sviluppo scientifico-tecnologico.
Per alcuni millenni la civiltà ha basato il suo percorso evolutivo sul graduale incremento dei moltiplicatori della forza fisica. Da poco più di cinquant'anni l'uomo si è dotato di sistemi di moltiplicazione delle sue capacità intellettuali. L'avvento e la crescita esponenziale delle capacità di calcolo e di comunicazione stanno dando un impulso impressionante alla velocità di evoluzione della scienza e della tecnologia.

Oggi abbiamo a disposizioni una gamma di opzioni tecnologiche impensabili fino a pochissimi anni fa e difficili anche da immaginare nelle loro evoluzioni: microelettronica ed “intelligenza diffusa”; comunicazioni velocissime; biotecnologie; neuroscienze; astrofisica; medicina e scienze della vita; nanotecnologie che consentono di “costruire con gli atomi”; nuovi materiali con proprietà inedite; nuove modalità di catturare l’energia. Questo solo per citarne alcune.
Questa nuova tavolozza di opportunità consentirebbe di disegnare un mondo completamente diverso da quello da cui siamo circondati, che ha le sue radici in paradigmi tecnologici superati, a volte anche di secoli. Viviamo in un “mondo pesante”, figlio di una prima industrializzazione. Le costruzioni, le città, i veicoli, i processi industriali, i sistemi di mobilità, la salute, la diffusione dell’energia, il ciclo di utilizzo delle risorse: tutto potrebbe essere ripensato.
L’obsolescenza e l’inefficienza dei sistemi da cui siamo circondati è paradossalmente la maggiore risorsa su cui possiamo contare! Quanto maggiore è l’inefficienza di un sistema, tanto maggiore è il ritorno economico possibile di un investimento in una nuova generazione tecnologica. I sistemi più inefficienti incorporano la maggiore potenzialità di benefici economici latenti. E questo paradigma è una grande opportunità per il nostro “vecchio mondo” e, mi viene da dire, per l’Italia in particolare.
Disponiamo di un grande trampolino per uscire con decisione dalla crisi.
Indirizzare grandi energie per “rifare il mondo” è il motore per dare una prospettiva di sviluppo. Una spinta che potrebbe essere paragonabile a quella del secondo dopoguerra, ma che per fortuna sarebbe legata all’evoluzione scientifica e tecnologica e non ad una tragica fase di distruzione globale dell’esistente.
Proprio all’esistenza di queste grandi potenzialità è legato anche il progetto regionale dello sviluppo degli Scenari Tecnologici che si prefigge lo scopo di “interrogarsi” sulle possibili evoluzioni e di contribuire agli indirizzi da perseguire da parte dei vari operatori, imprese, istituzioni.

Investire per creare ricchezza. Creare ricchezza per fare investimenti.

Nella storia dell’umanità c’è un momento di discontinuità rappresentato dal “primo agricoltore”, che decide di rinunciare ad una parte delle sementi raccolte per metterle

sotto terra con l'aspettativa di vederle moltiplicate. E' "il primo investimento" della storia. E' il primo momento in cui si mettono le basi per la "creazione della ricchezza". Da allora l'investimento non ha mai cessato di essere lo strumento principe e, lasciateci dire, unico, per la creazione della ricchezza.
Ogni attività imprenditoriale in qualunque settore è per sua stessa natura un investimento. Senza investimenti non si ha creazione di ricchezza.
Questa considerazione è fondamentale per ragionare sul reperimento delle risorse finanziarie.
E la considerazione non è banale dal momento che in questa fase sembra che si sia perso di vista l'"ABC" della creazione del valore. Una comunità che decide consapevolmente di "non investire" ha di fatto avviato la fine del proprio percorso di sviluppo, privandosi degli strumenti naturali di creazione di valore, ricchezza e benessere. La scelta europea di bloccare allo stesso modo la spesa corrente e gli investimenti per rispettare vincoli di bilancio è inspiegabile e auspicabilmente in corso di revisione.
Siamo nel cuore della domanda che ci si è posti all'inizio. Dove trovare le risorse per fare gli investimenti?
La risposta non può essere che: "dagli investimenti stessi". Ogni investimento ha in sè, per definizione, prima la capacità di ripagarsi (cioè di restituire le risorse che sono state necessarie per realizzarlo) e poi di creare ulteriori risorse (nuova ricchezza e nuova capacità di fare altri investimenti).
E questo vale sia per gli investimenti privati sia per quelli pubblici.
Naturalmente il ragionamento vale per investimenti che siano realmente tali, che abbiano cioè insita la capacità di una ricaduta positiva. Non vale invece per quelle che sono comunemente chiamate spese correnti, spese che non hanno in sè la capacità intrinseca di creare un valore maggiore della spesa effettuata.
Alla luce di quanto sinteticamente espresso due sono i temi rilevanti meritevoli di approfondimento:

- dove e come generare i meccanismi per far partire gli investimenti (una volta avviati sono gli investimenti che generano le risorse necessarie);
- come valutare correttamente la capacità degli investimenti di creare valore di ritorno (in altri termini i modelli di valutazione degli investimenti).

Sono due tematiche essenziali e tutt'altro che scontate, come vedremo in seguito, e rappresentano il cuore di una Ricerca che si suggerisce necessario portare avanti, con

visioni e concettualizzazioni nuove rispetto a quanto sugli stessi temi è stato fatto in passato.
La prima cosa da fare quindi è uscire dal tunnel concettuale del blocco degli investimenti.
La seconda è affrontare in modo nuovo i due argomenti individuati.
Non pretendendo naturalmente di esaurire due argomenti così ampi e complessi, ma anzi di fornire solo alcuni spunti, dedicheremo a questo i capitoli successivi.

Mettere in moto la macchina. Far partire gli investimenti.

Come si è detto il primo tema chiave è quello relativo a come "mettere in moto la macchina". Possiamo paragonarlo alla ricerca della "manovella" per avviare un motore, o alla ricerca delle prime granaglie per poter iniziare il processo di semina.
Va detto che questo è, da sempre, il ruolo della finanza. Intendiamo naturalmente la finanza "sana", nata proprio per fungere da "manovella" rispetto all'avviamento dei progetti d'impresa (gli investimenti per l'appunto). E' il credito che mette a disposizione le risorse finanziarie per partire. Sono risorse "a termine" che vengono restituite dagli stessi investimenti e poi servono per avviarne degli altri. Non a caso quello della finanza è un settore determinante per lo sviluppo economico e non a caso si è sempre cercato di preservarne il suo funzionamento. Quello che è avvenuto di recente, originato proprio da una deriva dello stesso mondo finanziario, ha purtroppo estremamente indebolito l'intero sistema ed oggi la finanza non pare in grado, coi tradizionali meccanismi, di far fronte alla sua missione naturale, o comunque non nei termini necessari in questo momento e in particolare in Italia. Per questo è necessario concentrare risorse e creatività per individuare meccanismi che possano affiancare quelli più classici.
Già in passato siamo stati testimoni di momenti storici in cui "la macchina si era fermata" ed era necessario trovare meccanismi di innesco.
Abbiamo tutti presente quello che avvenne nell'immediato dopoguerra quando gli Stati Uniti, attraverso il cosiddetto Piano Marshall, misero a disposizione dell'Europa ingenti risorse (oltre 17 miliardi di dollari) da utilizzarsi per favorire la ricostruzione e l'avvio di un sistema produttivo messo in ginocchio dagli eventi bellici. Una iniezione di liquidità

senza precedenti. Gli storici dell'economia dibattono sulle valutazioni dei risultati, ma non si può negare che quello strumento (quella manovella) ha contribuito in modo sostanziale a quella che, probabilmente, è stata la stagione di massima crescita e creazione di ricchezza della storia, con la conquista per i Paesi che ne furono coinvolti - gli Stati Uniti che finanziarono e gli stati europei che furono finanziati - di un elevatissimo livello di benessere e di leadership tecnologica.
La situazione attuale è indubbiamente molto diversa. Non esiste, per fortuna, uno stato di così totale distruzione come quello dell'Europa di allora e non esiste comunque una potenza economica in grado di svolgere quello che fu il ruolo degli USA del dopoguerra.
Non è dunque a questo tipo di innesco che si può guardare adesso.
E non è probabilmente una sola la soluzione da perseguire, ma piuttosto una serie di azioni di tipo più circoscritto, ma in quanto tali più alla portata e in grado di essere attivate anche da soggetti locali con capacità decisionali autonome.
Alcune azioni sono riconducibili a modelli già ampiamente praticati che andrebbero però rivisti e specializzati per affrontare in modo più incisivo la situazione attuale e gli investimenti verso la sostenibilità. Inseriamo in questa tipologia gli interventi di politica fiscale, i fondi di garanzia, i fondi rotativi, i modelli cooperativi pubblico-privato ed altri ancora. Si farà cenno ad essi nel prossimo capitolo.
Ci vorremmo poi soffermare su due specifici modelli che incorporano delle caratteristiche molto interessanti per essere utilizzati allo scopo: si tratta del modello ESCo, inteso anche in una accezione più ampia di quella normalmente riconosciuta, e del modello *crowdfunding*, il più recente e tecnologico, che potrebbe valere la pena di approfondire. A ciascuno di questi due modelli dedicheremo uno specifico capitolo.

Politiche fiscali, *project-finance* e altro.

Detto che non esiste una unica azione risolutiva per l'attivazione del circuito degli investimenti in sostenibilità, si possono esplorare diverse strade per fare convergere energie in quella direzione.
Innanzitutto esaminiamo il ruolo delle istituzioni e dei *policy-maker* che può essere svolto come sempre su due binari paralleli e/o alternativi: quello degli investimenti diretti e quello della politica fiscale e/o degli incentivi. Non è facile pensare in questa fase a spazi significativi per investimenti pubblici diretti, anche se si è già sottolineato

come il blocco degli investimenti sia una strategia suicida per una comunità. E questo vale sia per gli investimenti privati che per quelli pubblici. Si pone come si è detto, semmai, il problema della valutazione degli investimenti e del loro reale ritorno, argomento su cui torneremo in seguito. Ma risolto questo punto anche gli investimenti pubblici costituiscono fattori di creazione di ricchezza per la comunità che li effettua.
La politica fiscale pare però quella su cui lo Stato e le amministrazioni locali potrebbero in tempi brevi concentrarsi per orientare e sollecitare i comportamenti della società verso la direzione che ritengono auspicabile.
Le agevolazioni fiscali possono rappresentare un forte incentivo per gli individui e le imprese a intraprendere investimenti in una o in un'altra direzione. E la leva fiscale deve essere utilizzata proprio in modo selettivo, favorendo quegli investimenti la cui realizzazione, oltre a portare un beneficio economico per chi li sostiene, porta un beneficio indiretto per l'intera collettività. E riteniamo che il beneficio per la comunità debba essere tanto più considerato quanto più genera effetti di lungo periodo e sulle nuove generazioni, realizzando un primo passo di "risarcimento generazionale" rispetto all'accumulo egoistico che ha caratterizzato la generazione del dopoguerra (accumulo di debito pubblico, sottrazione di risorse naturali).
La politica fiscale utilizzata con queste finalità potrà rafforzare e contemporaneamente essere rafforzata nei suoi effetti da progressive modificazioni delle percezioni di valore. Riferendosi per esempio al mercato immobiliare è abbastanza chiaro il mix di caratteristiche che oggi determinano i valori. Questo è un po' meno evidente in un mercato un po' vischioso e poco trasparente come quello italiano; lo è molto di più nei mercati più evoluti e trasparenti. Il valore di un edificio è determinato da un mix di fattori quali l'età, il livello qualitativo, l'ubicazione, il quartiere, l'efficienza e la vicinanza dei mezzi di trasporto, etc. Stanno però emergendo nuovi fattori destinati ad avere sempre più peso: il consumo energetico dell'edificio, la sostenibilità dei sistemi di riscaldamento/condizionamento, la presenza di verde, l'inquinamento etc.
Naturalmente ci sono fatti contingenti che accelerano rapidamente i mutamenti di percezione di valore, come è avvenuto in questi mesi proprio nella nostra regione relativamente ai criteri antisismici.
Il processo di mutazione della percezione di valore cambia la propensione verso certi tipi di investimenti dal momento che cambiando il valore, cambia anche il ritorno degli stessi investimenti.

Tali mutamenti possono essere dovuti a cambiamenti di sensibilità culturali e anche da fattori indotti, come nel caso di introduzione di certificazioni e classificazioni ad opera dei legislatori. E' evidente l'impatto che avrebbe su tali cambiamenti di sensibilità il percorso di adozione di nuovi sistemi di misura della ricchezza (nuovo PIL).
Oltre agli interventi di politica fiscale si possono studiare ulteriori formule destinate al processo di innesco degli investimenti.
Un approccio sperimentato di recente in alcune provincie, proprio per investimenti sulla riqualificazione degli edifici, prevede la messa a disposizione da parte dei soggetti regolamentatori di "incrementi di valore" per chi decide di investire in tal senso. Si tratta, per esempio, di riconoscimento di aumenti di volumetria concessi al soggetto "condominio", in modo che la collettività dei proprietari possa da questo trovare parte delle risorse da destinare al miglioramento dell'intero edificio. Sono infatti proprio le proprietà frazionate di uno stesso edificio, gestite in logica condominiale, diffusissime in Italia più che altrove, a costituire uno dei principali ostacoli alla introduzione di innovazioni che consentirebbero un sensibile miglioramento nel senso della sostenibilità.
Un altro filone è rappresentato dalle iniziative di collaborazione pubblico-privato che sono già state sperimentate in moltissime situazioni. In questo caso, come per le Esco, che vedremo in seguito, il filo conduttore è l'esistenza di "situazioni" in grado di generare ritorni economici misurabili, che possano, in quanto tali, mobilitare capitali privati. Il modello è quello del *project-finance*. Quella che tradizionalmente è l'"opera pubblica" può essere realizzata attraverso un mix di apporti, che vede il Pubblico definire le priorità e creare i presupposti per l'investimento e il Privato destinare proprie risorse finanziarie, realizzare l'investimento e occuparsi della gestione.
Andrebbero probabilmente approfonditi modelli di *project-finance* appositamente orientati agli investimenti destinati alla sostenibilità, per i quali il mix di apporti può essere calibrato anche in modi e con apporti diversi, proprio in funzione della maggiore o minore ricaduta dell'investimento sul benessere della collettività.
Aggiungiamo in chiusura di questo capitolo un'altra tipologia di modelli di intervento che possono essere messi in campo. Si tratta dei fondi rotativi e dei fondi di garanzia, che aiutano l'accesso al credito ordinario, strumenti questi che si caratterizzano per il "basso consumo di risorse" e che hanno proprio la caratteristica di fungere da "innesco" per investimenti che poi troveranno nel risultato degli stessi la creazione delle risorse necessarie per effettuarli.

Anche per la messa a punto di tutti questi tipi di interventi è richiesta una dose di innovazione e di energia creativa non diversa da quella spesa per individuare nuovi scenari tecnologici ed industriali.

Il modello ESCo

La prima definizione giuridica di ESCo (Energy Service Company) si trova nel d.lgs. n. 115 del 2008, che ha attuato la direttiva 2006/32/CE relativa all'efficienza degli usi finali dell'energia e i servizi energetici.

Secondo il disposto normativo, si intende per ESCo "la persona fisica o giuridica che fornisce servizi energetici ovvero altre misure di miglioramento dell'efficienza energetica nelle istallazioni o nei locali dell'utente e, ciò facendo, accetta un certo margine di rischio finanziario: il pagamento dei servizi forniti, infatti, è correlato al miglioramento dell'efficienza energetica conseguito e al raggiungimento degli altri obiettivi di rendimento stabiliti".

Il principio alla base del concetto di ESCo è che, allo stato attuale, sono disponibili tecnologie che consentono di conseguire notevoli benefici in termini di risparmio energetico, sia sul fronte dei minori consumi, sia su quello delle modalità di produzione e di utilizzo dell'energia.

L'introduzione di queste opzioni tecnologiche genera quindi un beneficio economico misurabile che si traduce direttamente in ritorno dell'investimento. Solo a titolo di esempio: sul fronte dei minori consumi gli interventi per l'isolamento degli edifici, per il recupero di calore, per l'illuminazione a basso consumo. Sul fronte della produzione di energia i sistemi di cogenerazione, la produzione da fonti rinnovabili disponibili a basso costo, i sistemi per lo smaltimento di scarti e rifiuti etc.

L'esistenza di queste opzioni tecnologiche giustifica l'esistenza delle ESCo, soggetti dotati di capacità di investimento e specializzati nella valutazione di investimenti nel settore energetico. La ESCo non interviene in una situazione "propria", ma cerca situazioni in cui si possono generare questo tipo di economie. Le situazioni possono essere le più diverse (abitazioni private, contesti industriali, ambiti pubblici). La caratteristica comune è la possibilità di introdurre una opzione tecnologica che garantisca un risparmio misurabile nel tempo. E, come detto in precedenza, quanto

maggiore è l'inefficienza, tanto maggiore è il beneficio che la ESCo è in grado di generare.
La ESCo naturalmente trattiene per se una quota cospicua del beneficio economico a copertura dell'investimento fatto e del margine atteso. Il cliente della ESCo, (ovvero il soggetto su cui si applica l'intervento di efficientamento energetico) ottiene comunque una quota di risparmio residuo e si trova applicata una nuova tecnologia senza sostenerne il peso dell'investimento. Oltre a questi vantaggi si realizza un ulteriore vantaggio a favore del cliente, ma anche di tutta la collettività, consistente nell'aumento del "tasso di sostenibilità" (minore consumo di risorse, minore inquinamento etc.).
Una delle caratteristiche di questo tipo di investimenti è la bassa rischiosità essendo il ritorno intrinsecamente garantito dal fenomeno fisico sottostante e dalla tecnologia adottata, mentre è quasi assente il rischio mercato tipico di una tradizionale operazione imprenditoriale.
Questo descritto è in estrema sintesi il modello ESCo. Si tratta come si è visto di un modello recente, pensato in specifico per sviluppare investimenti sostenibili.
Nella realtà il modello ha trovato ancora una scarsa applicazione. Le società iscritte nell'apposito registro spesso non sono operanti e derivano da piccoli studi di progettazione o da imprese di impiantistica che hanno abbracciato questo modello per cogliere in qualche opportunità commerciale in modo occasionale. Non esistono quasi ESCo "pure" che vedano coinvolti soggetti con disponibilità e attitudine specifica agli investimenti.
Abbiamo verificato che il modello ESCo è ancora poco noto e poco studiato nel mondo degli investitori finanziari professionali che ancora non ne hanno colto le opportunità.
Le caratteristiche del modello ESCo invece potrebbero essere molto funzionali a innescare una grande quantità di investimenti. La bassa rischiosità può consentire di attirare anche investitori non speculativi alla ricerca di nuove forme di risparmio.
Le finalità ultime dell'investimento rivolte, oltre che al ritorno economico, anche al miglioramento dell'ambiente e allo sviluppo sostenibile potrebbero attrarre investitori a "vocazione etica", in forma diretta o attraverso le "banche etiche".
A nostro avviso sarebbe opportuno incoraggiare, anche con interventi pubblici (fiscalità, dotazioni di garanzia etc.), la nascita di numerose "ESCo territoriali", caratterizzate da un ambito di intervento soprattutto locale.

Gli azionisti-investitori della ESCo in questo modo, oltre alla finalità del rendimento dell'investimento, perseguirebbero un'altro obiettivo virtuoso: il contributo al miglioramento del loro territorio di appartenenza.
Non dovrebbe essere difficile convogliare importanti quote di risparmio su veicoli di questo genere, ai quali potrebbero partecipare investitori finanziari professionali, banche locali, fondazioni bancarie, associazioni e imprese della filiera locale interessate queste ultime alla ricaduta in termini di attività produttive e occupazione nelle aree di loro interesse.
Il modello ESCo, potrebbe essere adottato anche con una accezione più ampia rispetto a quella per cui è nato. Dal momento che già ora, e ancora di più nei prossimi anni, saranno disponibili, come si è detto, una innumerevole quantità di nuove opzioni tecnologiche in molti campi, tale modello potrebbe essere esteso anche ad altre tipologie di investimento che non siano strettamente connesse con l'efficientamento energetico.
Si tratterebbe di soggetti investitori che dovrebbero essere caratterizzati da una forte specializzazione nell'analisi degli investimenti legati a settori e/o tecnologie specifiche, mantenendo invariati i concetti di base: impatto non solo economico, miglioramento del benessere della comunità di riferimento, bassa rischiosità, focus su tecnologie emergenti. Su questa base si potranno dare vita a progetti relativi per esempio al mondo della mobilità intelligente, delle smart-cities etc.

Il modello *Crowdfunding*

Un altro modello che merita di essere approfondito per la attivazione di risorse finanziarie finalizzate agli investimenti in progetti di sostenibilità è quello del *crowdfunding*.
La sottolineatura è dovuta alla assoluta novità di questo modello, basato sulla sollecitazione degli investimenti sul web. Alla base del *crowdfunding* (letteralmente "raccolta fondi da una moltitudine di soggetti") ci sono delle piattaforme web appositamente realizzate per consentire la pubblicazione di progetti/idee da parte di soggetti interessati a sottoporli al vaglio della rete. Le stesse piattaforme sono predisposte anche per la sottoscrizione di contributi o quote di investimento da parte di individui che, valutando positivamente il progetto, decidono di dare il loro apporto finanziario. Questa nuova forma di *funding*, pensata per essere diffusa e utilizzata con le modalità dei *social network*, è nata negli Stati Uniti ed ha avuto il suo battesimo in

occasione della campagna elettorale di Barak Obama, il quale ha raccolto una ingente quantità di denaro attraverso piccole donazioni di 10-20 $ ciascuna.
Riconoscendo nei fatti la potenzialità di questo strumento per immettere liquidità nel sistema, nell'aprile 2012 l'amministrazione Obama ha varato il "Jumpstart Our Business Startups Act", provvedimento legislativo che introduce nuove agevolazioni allo sviluppo delle nuove imprese, prevedendo anche la possibilità di accesso alle piattaforme di *crowdfunding* per la raccolta di capitale di rischio.
Anche in Italia ha preso le mosse questo modello di *funding* che ha trovato spazio all'interno del cosiddetto Decreto Sviluppo 2.0 dell'ottobre 2012 che, riferendosi alle start-up innovative, prevede la possibilità di utilizzare le piattaforme di *crowdfunding* per sollecitare la sottoscrizione di quote societarie, regolandone anche il funzionamento.
Il sistema del *crowdfunding* è quindi una novità recentissima e necessita di verifiche e messe a punto, ma ci sembra possa costituire un mezzo molto interessante per gli investimenti in sostenibilità.
Si presta infatti sia per investimenti orientati al business, sia per investimenti no-profit (in questo caso più che investimenti si tratta di donazioni) e può quindi essere declinato in una ampia gamma di possibilità dell'una e dell'altra categoria.
E proprio questa doppia valenza si presta molto bene per i progetti con finalità sostenibili che, si può immaginare, possano nel tempo riscuotere sempre più interesse, in particolare se finalizzati a obiettivi che gli individui possano percepire come propri o della propria comunità di appartenenza.
E' forse presto per figurarsi un grande impatto in termini quantitativi, ma la potenzialità di diffusione rapida della comunicazione via web potrebbe imprimere al modello del *crowdfunding* una notevole accelerazione.
Non mancano tra l'altro esempi anche in ambito regionale. Nel mese di marzo 2013 è stato varata da Banca Interprovinciale la prima piattaforma organizzata in tal senso da parte di un soggetto bancario a livello nazionale, con l'istituzione di un apposito Comitato Etico per la valutazione dei progetti, presieduto dal Rettore dell'Università di Bologna.
L'esistenza di questi primi progetti potrebbe essere un ottimo banco di prova per verificare anche l'allargamento del modello e la realizzazione, magari, di piattaforme specifiche dedicate ai progetti di investimento su tecnologie indirizzate alla sostenibilità.

Come pure non è da escludere la possibilità di incrociare il modello *crowdfunding* con il modello ESCo descritto nel capitolo precedente.

La valutazione degli investimenti

Si è detto precedentemente che l'elemento chiave relativo alla reperibilità delle risorse per effettuare gli investimenti (la fatidica domanda: dove troviamo i soldi?) sta nella capacità dell'investimento stesso di creare nel tempo un valore superiore all'ammontare investito.

Ne discende che il problema sta nei meccanismi di innesco da un lato e nella reale capacità di valutare il ritorno dell'investimento, cioè la sua reale capacità di creare valore, dall'altro.

Anche questo secondo aspetto è tutt'altro che banale.

La letteratura e la prassi hanno prodotto nel tempo varie metodologie per la valutazione degli investimenti. Non è questa la sede per enumerare ed analizzare i vari strumenti oggi disponibili (DCF, TIR, NPV etc) in grandissima parte di matrice finanziaria.

Stanno anche emergendo negli ultimi anni strumenti specifici per gli investimenti sostenibili da utilizzarsi, per esempio, nel caso degli edifici (*Financial Evaluation for Sustainable Building*). Tali strumenti si pongono il problema di prendere in considerazione un maggior numero di fattori, quali per esempio le ricadute positive in termini di qualità dell'ambiente e di consumo delle risorse, benefici che vanno oltre quelli strettamente economici in capo chi l'investimento lo sostiene.

Il tentativo di ampliare il raggio d'azione delle metodologie di analisi degli investimenti risponde in effetti ad una nuova complessità.

Se si parla di investimenti pubblici, per esempio, la corretta valutazione è fondamentale se si vuole uscire dalla logica di bloccarli *tout-court* per timore che dietro a supposti investimenti si nascondano sprechi e spese improduttive.

Ma la necessità di una disciplina più precisa e rigorosa di valutazione degli investimenti risponde anche alla reale complessità delle situazioni da prendere in esame.

Da un lato è spesso difficile identificare i termini economici degli effetti degli investimenti quando questi intervengono su molteplici variabili. Spesso infatti le valutazioni risultano errate non perchè sia sbagliata la formula finanziaria utilizzata, ma

perchè non si riesce a prevedere accuratamente tutte le implicazioni relative all'investimento effettuato. Sono sbagliati cioè i numeri che vengono inseriti nei modelli e questo perchè molte volte la valutazione si concentra sugli aspetti strettamente finanziari dedicando una attenzione più superficiale alla valutazione di tipo economico-ingegneristico su tutte le implicazioni che ne derivano.

A questo aspetto, che riguarda tutti i tipi di investimenti, se ne aggiunge un altro quando il beneficio dell'investimento non è solo limitato al soggetto che lo effettua, ma ha ricadute che vanno al di là e che riguardano il benessere di una intera collettività. A questa categoria appartengono proprio gli investimenti relativi all'efficienza energetica e al contenimento del consumo delle risorse naturali, come nel caso delle cosiddette costruzioni sostenibili.

La complessità è data da due fattori:

- non è facile concettualizzare la portata di questi benefici ed è ancora meno facile tradurli in variabili numeriche
- la ripartizione dei due tipi di benefici (quello per l'investitore e quello per la collettività) implica una "cointeressenza" tra privato investitore e Pubblico, rappresentante dell'interesse comune.

La coesistenza di questi due interessi dovrebbe portare a mettere in campo azioni congiunte nelle quali l'investitore persegue il suo ROI e il Pubblico interviene per spingere l'investimento nella direzione auspicata (con incentivi, politiche fiscali etc.). Perchè questo avvenga in modo equilibrato e perchè l'incentivo pubblico sia realmente commisurato all'entità del beneficio atteso, evitando sprechi, è necessario che le tecniche di valutazione degli investimenti facciano un passo avanti e diventino più raffinate, acquisendo la capacità di valutare nel modo più corretto possibile gli effetti indiretti, in particolare se questi riguardano soggetti poco definiti (quale è la comunità che beneficia di un efficientamento energetico?) e tempi lunghi.

Si pensi per esempio alla infinita discussione sulla TAV in Val di Susa che non riesce ad uscire da valutazioni ideologiche preconcette da una parte e dall'altra, proprio per la non disponibilità di analisi complete e circostanziate sugli effetti della sua realizzazione.

Si pensi ancora all'eterna questione del dissesto idrogeologico e al *trade-off* tra investimenti per la prevenzione e costi per gli interventi a posteriori.

O ancora, il tema attualissimo nella nostra regione relativo agli interventi sul costruito per prevenire il rischio sismico.

La complessità crescente delle dinamiche della nostra società, l'avvento impetuoso di sempre nuovi paradigmi tecnologici e la interconnessione dei sistemi derivata dalla globalizzazione renderanno queste situazioni sempre più frequenti.
Per questo motivo riteniamo che sia importante concentrare energie intellettuali nella messa a punto di sistemi di valutazione degli investimenti coerenti con questa nuova complessità.
Lo sforzo di innovazione pertanto, ancora una volta, deve allargarsi a tematiche e discipline diverse da quelle tipicamente presenti nell'elaborazione degli Scenari Tecnologici

Conclusioni

L'interrogativo persistente e trasversale relativo a come procurarsi le risorse per gli investimenti in direzione della sostenibilità ha portato all'idea di affiancare alla definizione degli Scenari Tecnologici anche una sollecitazione sul tema della finanza ed in particolare degli strumenti innovativi per il reperimento delle risorse finanziarie.
La crisi economico-finanziaria limita molto le possibilità dei soggetti finanziari di assolvere la loro missione principale, che è quella di fungere da innesco per gli investimenti, mentre è proprio la ripresa degli investimenti ad essere il passaggio obbligato per l'uscita dalla crisi e per riprendere il processo di creazione di ricchezza.
Si evidenzia anche la necessità di superare l'attuale sistema di valutazione del benessere collettivo (il PIL) che non è coerente con l'attuale fase dello sviluppo, più orientato alla soddisfazione dei bisogni immateriali e al contenimento del consumo delle risorse. Si sollecita quindi, anche per la Regione Emilia Romagna, la partecipazione ad un percorso di Ricerca su questo tema che può avere un impatto considerevole sulla mutazione delle percezioni di valore e innescare un nuovo percorso di crescita e sviluppo (non decrescita, felice o infelice che sia, ma bensì nuova crescita, con un'altra unità di misura).
Se gli investimenti sono lo strumento di creazione della ricchezza occorre studiare modelli nuovi su due fronti: i sistemi per l'avvio degli investimenti e le metodologie di valutazione degli investimenti.
Sul primo fronte si è esaminata l'implicazione degli interventi di politica fiscale e di project finance e si sono approfonditi due nuovi modelli che potrebbero essere diffusi: quello delle ESCo e quello, recentissimo, del *crowdfunding*.

Sul secondo fronte si è evidenziata l'importanza di nuove metodologie più aderenti alla valutazione di investimenti in direzione della sostenibilità.
Un messaggio di ottimismo può derivare dall'apparente paradosso secondo cui quanto maggiore è l'inefficienza dei sistemi esistenti, tanto maggiore è il beneficio economico derivante dall'applicazione di nuovi radicali paradigmi tecnologici. E questo è una buon viatico per il "vecchio mondo" e per l'Italia in particolare.
Da tutto ciò si conferma a nostro avviso la necessità di completare le analisi sugli Scenari Tecnologici integrandole con analisi trasversali sui temi della finanza e degli strumenti per agevolare gli investimenti introducendo anche in questo campo dosi consistenti di innovazione e creatività.