

VERSO l'ECONOMIA circolare

Finanza
Banche
Imprese

Impatto sulla finanza: Risk, Revenue, Reputation

Banche e intermediari finanziari dovrebbero assumere un ruolo proattivo nella transizione verso l'economia circolare
di Claudio Zara

Circa 50 anni fa un gruppo di scienziati, riuniti nel Club di Roma, un'iniziativa promossa da Aurelio Peccei, poneva la questione del rapporto esistente tra crescita economica, sfruttamento delle risorse naturali e trend demografici, preconizzando l'esistenza di limiti invalicabili alla sostenibi-

lità del modello lineare di sviluppo (*take, make, use and dispose*) che caratterizza l'economia mondiale da oltre 250 anni, fin dai tempi della prima rivoluzione industriale (1). Già 20 anni dopo, e ancora di più in anni recenti (2), la correttezza di

questa previsione è stata confermata dall'analisi congiunta dei trend delle variabili macroeconomiche di riferimento. Nello stesso periodo, in sede di Nazioni Unite si iniziò a riflettere sull'impatto che il paradigma economico lineare eserci-

(1) D.H. Meadows et al., *The Limits to Growth*, New York, Potomac Associates Book, 1972 (trad. it. *I limiti dello sviluppo*, Milano, EST Mondadori, 1972).

(2) G. Turner, *Is Global Collapse Imminent?*, Research Paper No. 4 August 2014, The University of Melbourne, 2014.

ta sul nostro pianeta. L'evidenza più nota di queste esternalità negative è data dall'inquinamento atmosferico, in termini di emissione di CO₂, e dal conseguente cambiamento climatico, ma il fenomeno riguarda l'intero capitale naturale, per esempio i consumi di superficie e di acqua. Le numerose misure di sfruttamento del capitale naturale, come l'*ecological footprint* dell'economia (3), pongono in evidenza la generazione di esternalità negative, che sono in crescita di anno in anno, superiori rispetto alla capacità e alla velocità di rigenerazione del pianeta (4). Il concetto di economia circolare (EC) trae origine dagli studi e dalle riflessioni su queste tematiche e trova una sua prima concettualizzazione formale nell'opera di Pearce e Turner (5).

È proprio sui concetti di sostenibilità e di impatto ambientale che poggia l'ineludibilità dell'EC e, di conseguenza, la convenienza per gli attori economici a essere attivi nel percorso di transizione dal paradigma economico lineare a quello circolare (6). La transizione, che richiede significative trasformazioni e ripensamenti delle catene delle attività e dei modelli di business delle imprese, determina conseguenze sui profili economico-finanziari delle *industry* e delle singole imprese, nonché sulle loro strutture di capitale.

L'impatto del paradigma circolare sulle 3R della finanza

La transizione, di riflesso, va quindi a impattare anche il setto-

re finanziario. La finanza si trova di fronte all'inizio di un profondo processo di trasformazione dell'economia reale (7), da cui deriva la parte principale della domanda dei suoi prodotti e servizi. Inevitabilmente, il cambiamento sta già iniziando, e nei prossimi anni andrà sempre di più a modificare il profilo rischio-rendimento degli asset dei finanziatori e degli investitori. Questa spinta dal lato della domanda andrà a impattare il business finanziario lungo tre ambiti fondamentali: il rischio (*Risk*), i ricavi e i rendimenti (*Revenue*), il patrimonio di fiducia riconosciuto dai clienti consumatori (*Reputation*). Individuiamo queste tre variabili con l'espressione «le 3R della finanza».

Risk

La dipendenza delle economie trasformatrici dalle fonti di approvvigionamento di materie vergini, spesso localizzate in aree geografiche a elevata instabilità socio-politica e/o soggette a condizioni commerciali estremamente competitive (8), è fattore di volatilità intrinseca. L'EC, disaccoppiando la crescita economica dallo sfruttamento di materie prime vergini (*decoupling*), riduce l'esposizione delle imprese utilizzatrici ai trend dei loro prezzi e, soprattutto, alla volatilità dei prezzi, che è in crescita dall'inizio di questo secolo (9).

Di conseguenza, l'EC favorisce una riduzione sia del rischio specifico delle imprese sia di quello sistemico, contenendo l'esposizione dell'intero sistema economi-

co alle fonti di volatilità. Inoltre, la resilienza, dovuta alla maggiore efficienza del sistema, che è insita nel paradigma circolare, promette di favorire un processo complessivo di stabilizzazione dell'economia perché la rende più sostenibile nel lungo periodo. Sebbene alcune caratteristiche dei modelli di business circolari possano determinare una crescita del rischio specifico, per esempio a livello di nuovi ricavi circolari e di *asset retention*, l'effetto netto atteso è di contenimento del rischio.

Vi è poi da considerare che, da alcuni anni, è in atto un processo di progressiva internalizzazione delle esternalità negative (10). L'obiettivo è quello di spostare i costi di tali esternalità dalla società, intesa in senso lato, alle imprese e ai soggetti economici che le causano. Ciò determina un'esposizione delle imprese ai cosiddetti rischi lineari, incrementando il livello del loro rischio specifico. Le risposte offerte dall'EC ai limiti del paradigma lineare contribuiscono a ridurre le esternalità negative, e il livello di rischio specifico, per le aziende che le adottano.

Revenue

Un cambiamento radicale di paradigma economico apre, *in primis* per le aziende esistenti, una fase di importanti investimenti al fine di realizzare la transizione. Ciò è ancora più vero se si considera che l'adozione del paradigma circolare è oggi favorita e resa possibile dallo sviluppo di tecnologie, quali la digitalizzazione, la connessione, i biomateriali,

(3) M. Wackernagel, R. William, *Our Ecological Footprint: Reducing Human Impact on the Earth*, Philadelphia (PA), New Society Publishers, 1996.

(4) Fonte: Global Footprint Network. Per quest'anno (2018), il *global overshoot day* è stato calcolato al 1° agosto, con un consumo di capacità rigenerativa corrispondente a 1,72 volte quella del Pianeta. Per l'Italia l'*overshoot day* è stato il 24 maggio, corrispondente a un consumo pari 2,6 pianeti (fonte Global Footprint Network).

(5) D. Pearce, T. Kerry, *Economics of Natural Resources and the Environment*, Baltimore (MD), Johns Hopkins University Press, 1989, Ch. 2.

(6) Per un'interpretazione attuale del concetto di EC si veda il contributo dell'EMF in questo stesso dossier.

(7) Secondo l'Unione Europea il 60 per cento del PIL comunitario è direttamente coinvolto dal cambio di paradigma economico (riportato in EMF, *Towards The Circular Economy*, Vol. 1, 2013).

(8) Nel caso di materie vergini prossime all'esaurimento si innesca tra le imprese una competizione per il loro appropriamento che vede

spesso le PMI soccombere nei confronti delle grandi imprese multinazionali.

(9) Si veda McKinsey Global Institute in EMF, *op. cit.*

(10) La spinta all'internalizzazione delle esternalità negative deriva sia dall'azione di regolamentazione dei policy maker (si veda per esempio la direttiva comunitaria sugli imballaggi in plastica) sia dalle spinte provenienti da una domanda che è sempre più sensibile al tema della sostenibilità e che orienta i suoi comportamenti di acquisto di conseguenza (il cosiddetto consumo consapevole).

solo per citarne alcune, che richiedono significativi investimenti in innovazione tecnologica all'interno delle imprese. Di conseguenza, la domanda di finanziamenti per sostenere il ciclo degli investimenti è destinata a crescere.

A partire dalla prima crisi economica del 2008-09, in Italia la domanda di finanziamenti nel mercato corporate ha subito una pesante contrazione; l'EC può essere un driver formidabile di ripresa del mercato, avendo a riferimento la finanza sia di debito sia *equity*. La transizione verso il paradigma circolare può riverberare effetti positivi sulla domanda anche di altri segmenti dell'industry finanziaria. Nell'asset management, la generazione di *asset class circolari* va incontro alla crescente domanda di tali tipologie di investimenti espressa dagli investitori istituzionali (11). Nel mercato retail, l'introduzione di nuovi prodotti e servizi potrà trainare una conseguente richiesta di strumenti finanziari *ad hoc* per il consumo, quali, per esempio, i mutui e i finanziamenti per l'acquisto di immobili circolari e di mezzi di trasporto *smart*.

Reputation

Dopo essere stata percepita come la causa dell'insacco della crisi finanziaria del 2007-09, la transizione verso l'EC offre alla finanza un'importante occasione di riconnessione con l'economia reale, per il ruolo di supporto che può ricoprire, e di contributo allo sviluppo del benessere sociale. Riuscire a riposizionare il sistema finanziario all'interno della società è molto importante, in particolare per alcuni attori quali le banche *retail*, che necessitano di mantenere un elevato grado di reputazione e di fiducia verso i loro clienti. Inoltre, non solo i *millennials*, che sono

in fase di bancarizzazione, ma anche segmenti di domanda già bancarizzata, stanno sviluppando modelli di scelta e di consumo che includono al loro interno i temi della sostenibilità e dell'impatto ambientale. Questi clienti, attuali e prospettici, sono pronti anche a riconoscere un prezzo maggiore ai prodotti e ai servizi che generano un impatto positivo sulla società. Questo fenomeno va e andrà a coinvolgere anche i prodotti finanziari; diventare una banca «circolare» può rappresentare un fattore di posizionamento vincente e di incremento della reputazione verso queste fasce di clientela.

Le 3R operano trasversalmente a molte aree del business bancario e finanziario. La loro portata va ben oltre l'ambito della CSR pervadendo il *business as usual* e contribuendo a un ridisegno interno della finanza, con l'obiettivo di generare un valore per l'azionista e gli altri *stakeholder* aziendali che sia sostenibile e a impatto positivo.

Le sette motivazioni alla base del supporto alla transizione

L'impatto che l'adozione di un paradigma economico circolare sta andando, e andrà sempre più, a provocare sulle 3R dell'industry finanziaria è alla base della generazione di sette motivazioni forti che rendono conveniente per le banche e per gli altri attori finanziari la scelta di assumere un ruolo proattivo, e non attendista, di supporto alla transizione verso l'EC.

1. La maggiore stabilità dell'EC, conseguita attraverso il decoupling e la resilienza, consente di ridurre il livello assoluto del rischio sistemico (variabile Risk). I portafogli finanziari, per esempio i portafogli crediti delle banche, che sono fortemente dipendenti dal ciclo economico, potranno beneficiare di un complessivo effetto di *de-risking*. Il *de-risking* degli asset finanziari, che contribuisce a determinare una maggiore stabilità e, presumibilmente, un

superiore livello del risultato finale dell'attore finanziario, è positivo per le banche e gli altri intermediari finanziari, anche al fine di perseguire una maggiore stabilità del sistema finanziario, e per gli investitori di lungo periodo, che privilegiano costanza e permanenza delle performance finanziarie nel tempo. Inoltre, consente di ridurre il peso della componente speculativa della finanza. Di conseguenza, l'EC prospetta agli attori finanziari di conseguire, attraverso il *de-risking*, un contributo alla creazione di maggiore valore per gli azionisti a costo zero.

2. L'EC pone le basi per una rigenerazione e ricomposizione dei portafogli proprietari delle banche e degli altri finanziatori e investitori (variabile Risk). Infatti, i rischi lineari sono destinati ad accentuarsi nei prossimi anni, a causa dell'avvicinamento ai punti di rottura della sostenibilità. Essi sono alla base dell'aumento della componente di rischio specifico e, al contempo, della perdita di valore degli asset lineari, che progressivamente diventano *non-performing*. Si pensi al caso delle riserve di petrolio e di altri combustibili



Claudio Zara

è Tenured Professor e Researcher presso il Dipartimento di Finanza dell'Università Bocconi e Professor nel Knowledge Group Banking and Insurance di SDA Bocconi School of Management. Ricopre ruoli di governance in uno dei primi dieci gruppi bancari italiani.
claudio.zara@unibocconi.it

(11) Nel caso di alcuni business finanziari, per esempio l'asset management, la parola Return prende il posto di Revenue.

La partnership Università Bocconi – Ellen MacArthur Foundation

Lo stretto rapporto che si può instaurare tra l'EC e la finanza e l'influenza che la transizione potrà esercitare su quest'ultima in termini di de-risking e di combinazioni rendimento-rischio, di ricomposizione degli asset e dei relativi ricavi e di accrescimento del patrimonio reputazionale e di fiducia degli attori finanziari sono alla base del riconoscimento dell'importanza che il tema sta assumendo, e andrà progressivamente ad assumere, e della decisione da parte dell'Università Bocconi di aderire al network delle università (Circular Economy Network Universities) promosso dall'Ellen MacArthur Foundation, la principale organizzazione internazionale a supporto della transizione verso l'EC. Il posizionamento unico di Bocconi all'interno del Network, che si focalizza sulle relazioni tra EC e finanza*, è volto a riconoscere la centralità di questo tema e a promuovere la ricerca e l'attività di formazione su di esso, al fine di affiancare sia gli attori finanziari sia i loro clienti ad acquisire expertise e cultura in merito allo sviluppo di una finanza circolare, sostenibile e a impatto positivo.

* <https://www.ellenmacarthurfoundation.org/programmes/education/universities/network-universities>

BOX 1

li fossili, un classico *golden asset* che sta perdendo di attrattività a causa sia delle crescenti limitazioni regolamentari al loro sfruttamento sia alla riduzione della domanda, per lo meno nei Paesi a economia avanzata. Favorire la transizione verso gli asset circolari consente anche al finanziatore di fronteggiare i rischi lineari crescenti, programmando la dismissione degli *stranded assets* prima che diventino NPE (*non-performing exposures*), e, al contempo, di ricomporre i portafogli con asset circolari che siano intrinsecamente più stabili e resilienti.

3. Lo sviluppo di modelli di business e di *operations* circolari è poi alla base dell'emergere di nuove asset class cosiddette sostenibili (variabili Risk e Revenue). Un esempio è rappresentato dalle emissioni di *green bonds*, significativamen-

te cresciute nell'ultimo quinquennio, e dalla creazione di una piattaforma di trading dedicata, LGX, promossa dalla Borsa del Lussemburgo (12). Le asset class sostenibili, di cui l'EC promette di essere un formidabile driver di estensione e di crescita, se messe a confronto con quelle lineari presentano tre diversi tipi di caratteristiche che le rendono particolarmente interessanti per gli investitori istituzionali e con un orientamento di lungo periodo, quali per esempio fondi pensione, compagnie di assicurazione, asset manager che seguono l'approccio di *value investing*. La prima riguarda la capacità di generare dei rendimenti stabili e di lungo periodo. La seconda fa riferimento alla combinazione rendimento-rischio, che permette una più efficiente composizione dei grandi portafogli diversi-

ficati. La terza è relativa all'*hedging* interno che gli investimenti realizzano rispetto ai loro rischi operativi che, di nuovo, opera a favore della maggiore stabilità di performance (13). Di conseguenza, l'EC consente di fare fronte alla domanda di queste tipologie di asset class, domanda che è in crescita già da qualche anno (14).

4. In Italia, a partire dal biennio 2008-09 vi è stata una forte contrazione della domanda di finanza da parte delle imprese che, sebbene abbia poi rallentato il passo della discesa, non ha ancora recuperato i livelli pre-crisi finanziaria (15). Gli investimenti necessari per avviare la transizione verso l'EC comportano anche una crescente necessità di capitali che può determinare una *ripresa della domanda nel mercato del Corporate & Investment Banking* (va-

(12) Per un approfondimento si veda UniCredit, *Green Bonds: The Chartbook*, Munich, 2018.

(13) Sebbene esuli dall'obiettivo di questo lavoro, si segnala che nella letteratura scientifica è in atto un ampio dibattito sul confronto tra le performance degli asset di tipo *sustainable*, per esempio quelli ESG (Environmental, Social and Governance) *compliant*, e quella degli asset lineari.

(14) L'orientamento dei grandi asset manager internazionali è stato bene espresso dalla famosa lettera di Larry Fink, CEO di BlackRock, che richiama le aziende investite sull'importanza delle loro scelte in tema di sostenibilità rispetto alla loro capacità di generare valore nel lungo periodo. In riferimento all'Italia, è di interesse la scelta di UBI Pramerica SGR di avviare dei veicoli di investimento orientati agli

investimenti in strumenti finanziari emessi da aziende circolari.

(15) Un esempio della contrazione della domanda nel C&IB è dato dalle statistiche sugli impieghi verso le società non finanziarie detenute dal sistema bancario (si veda Banca d'Italia, *Statistical Warehouse*).

riabile Revenue). La domanda di capitali non riguarda soltanto le imprese esistenti, che devono avviare, o che stanno già avviando, la trasformazione, ma anche la nascita delle nuove imprese innovative dedicate all'EC. Il fenomeno delle start-up e delle scale-up è un importante driver di sviluppo del mercato degli investimenti equity, in particolare per il venture capital e private equity, e in prospettiva per generare un serbatoio di nuovi asset circolari.

5. L'EC può assumere anche un *significativo rilievo non solo nel mercato corporate ma anche in quello del retail banking* (variabile Revenue). Infatti, il segmento consumer che esprime sensibilità verso scelte di consumo e di acquisto responsabili e consapevoli sta crescendo, come si è accennato non solo nella categoria dei molto giovani, i cosiddetti *millennials*, che sono in prevalenza da bancarizzare, ma anche su alcune delle fasce bancarizzate della popolazione. Tali target di consumatori saranno sensibili anche all'offerta di prodotti finanziari riconducibili al concetto di sostenibilità.

6. La capacità, da parte delle imprese finanziarie, di offrire prodotti e servizi coerenti con il concetto di sostenibilità e di impatto positivo non solo consente di cogliere delle opportunità di mercato, favorendo la generazione di nuovo business e di ricavi aggiuntivi, ma contribuisce anche ad accrescere quel patrimonio di reputazione e di fiducia presso i clienti, su cui si basano

i sistemi finanziari, che è stato profondamente indebolito dalla crisi finanziaria del 2007 (variabile Reputation).

ne della policy comunitaria (16) (variabile Reputation), che è orientata all'adozione dell'EC come elemento di accrescimento della capacità di competizione per l'economia europea.

L'adesione agli orientamenti di policy in ambito di transizione permetterà al sistema finanziario di esercitare un'azione di suggerimento, verso le autorità e i regolamentatori, che sia volta al riconoscimento dei benefici che l'EC consente di conseguire anche per esso. Nell'ambito del rischio di credito, la riduzione dei rischi lineari nei portafogli dovrà riflettersi in stime delle metriche del rischio di credito coerenti, che riconoscano la maggiore stabilità degli asset circolari al fine di ottenere dei benefici in termini sia di stima della *provision* sia di quella dell'allocation del capitale regolamentare. La presenza di portafogli di prestiti circolari meno rischiosi e più resilienti potrà essere un'argomentazione a favore della mitigazione dell'obiettivo della disintermediazione del passivo delle società non finanziarie, perseguito dalla Capital Market Union, permettendo alle banche che lo desiderano di continuare a concedere prestiti alle imprese in misura congrua e conforme ai loro obiettivi di generazione dei ricavi. ■

Sette motivazioni per cui banche e intermediari finanziari devono assumere un ruolo proattivo verso l'EC

1. La maggiore stabilità dell'EC consente di ridurre il livello assoluto del rischio sistemico.
2. L'EC pone le basi per una rigenerazione e ricomposizione dei portafogli proprietari delle banche e degli altri investitori.
3. Lo sviluppo di modelli di business e di operations circolari è alla base dell'emergere di nuove asset class sostenibili.
4. Gli investimenti necessari per avviare la transizione verso l'EC comportano una crescente necessità di capitali che può determinare una ripresa della domanda nel mercato del Corporate & Investment Banking.
5. L'EC può assumere un significativo rilievo nel mercato del retail banking, rispondendo alla domanda crescente di scelte di acquisto e di investimento responsabili.
6. La riconnessione della finanza all'economia reale, attraverso il supporto che può offrire per favorire la transizione verso la EC, contribuisce ad accrescere il suo patrimonio di reputazione e di fiducia presso i clienti.
7. Assumere un atteggiamento proattivo consente al sistema finanziario di giocare un ruolo chiave nell'attuazione della policy comunitaria riferita all'EC e al contempo orientare le conseguenti azioni di regolamentazione del sistema finanziario.

tation). In effetti, per il sistema finanziario l'EC rappresenta un'importante occasione di sua riconnessione con l'economia reale, al fine di recuperare quel ruolo storico di fattore a supporto della crescita economica e, in ultima analisi, di miglioramento del livello di benessere delle società.

7. Infine, assumere un orientamento proattivo e impegnato a favore della transizione consente al sistema finanziario di giocare un ruolo chiave nell'ambito dell'attuazio-

Esplora **e&m** PLUS su
www.economiaemanagement.it

(16) A questo proposito si faccia riferimento al *Circular Economy Action Plan* della Commissione Europea e alle varie iniziative in esso incluse: http://ec.europa.eu/environment/circular-economy/index_en.htm.