



Dipartimento

di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

La finanza sostenibile: uno sguardo al futuro.

Analisi empirica dei benefici economici

RELATORE

Prof.

PIERLUIGI MURRO

CANDIDATO

ANNALISA ABBRUZZESE

212301

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Introduzione	5
1) Investimenti sostenibili: la nuova domanda del mercato azionario	7
Origini e cause del fenomeno	
1.2 La finanza sostenibile e il processo di selezione degli investimenti	
1.2.1 Definizione di Finanza sostenibile	11
1.2.2 Modalità di investimento e selezione dei prodotti	13
1.3 Gli investimenti sostenibili convengono?	18
1.3.1 Confronto empirico tra indici MSCI World ESG e MSCI AC World	19
2) La responsabilità sociale d'impresa: come le imprese rispondono alla nuova domanda	
2.1 Evoluzione teorica del concetto di responsabilità sociale	22
2.2 Perché la responsabilità sociale è importante per le imprese?	23
2.2.1 Analisi del caso Parmalat	24
2.2.2 Analisi del caso Volkswagen	27
3) La misurazione dell'impatto aziendale	31
3.1 Il rating Etico	32
3.1.2 Standard Ethics	33
3.2 Il rating di legalità	35
3.3 Il bilancio di impatto e i metodi di rendicontazione	36
3.3.1 Il metodo del ritorno sociale dell'investimento (SROI)	38
3.3.2 Focus sul bilancio di impatto attraverso lo studio del caso Ferrari	41
3.4 Benefici economici per le imprese Etiche	44
3.4.1 Analisi Costi e Benefici	44

3.4.2 Analisi della redditività attraverso il confronto tra imprese etiche e non etiche e correlazione tra redditività ed eticità aziendale.	47
4) Le previsioni per il futuro	
4.1 Intervento del Parlamento Europeo e gli obiettivi di Agenda 2030	53
4.1.2. I green bond definizione e analisi dell'impatto	55
4.1.3. Le iniziative private: EeMAP	58
4.1.4. L'economia circolare	59
Conclusioni	61
Bibliografia	63

Introduzione

La finanza sostenibile nasce dall'esigenza di trovare una risposta ai dubbi e alle problematiche che si sono verificate a seguito delle grandi crisi economiche. Infatti, le crisi che hanno colpito l'economia mondiale e l'attuale crisi ambientale hanno interrogato molto il sistema economico moderno circa le prospettive future in chiave economica e sociale.

L'introduzione nei mercati del tema della sostenibilità, e nello specifico della finanza sostenibile nel settore finanziario, ha rappresentato una risposta alla necessità di cambiamento spostando il focus dal mero profitto ad un guadagno anche sociale ed ambientale.

Pertanto, il seguente elaborato si propone di analizzare il settore finanziario in virtù dell'introduzione delle strategie di sostenibilità, specificandone i vantaggi per i risparmiatori e le aziende, attraverso studi empirici che metteranno in risalto l'influenza di quest'ultima sulla governance, sul management e sui profitti societari.

Il primo capitolo ha l'obiettivo di illustrare le origini del fenomeno analizzando come le conseguenze delle crisi e il modo di pensare della società, che ha causato negli anni il collasso del sistema economico, siano state fondamentali per i risparmiatori comprendere la necessità di dover cambiare il sistema attraverso una nuova domanda orientata alla sostenibilità. All'interno del capitolo si analizzano le strategie sottostanti le scelte di portafoglio degli investitori sostenibili che ricercano imprese secondo i criteri ESG e l'analisi della domanda della nuova classe di investitori volta ad evidenziare il trend crescente di interesse nei confronti degli investimenti sostenibili. Tuttavia, per evitare che questo sistema possa essere considerato utopistico, dato che il fine ultimo dell'investitore rimane il ritorno economico, è stato ritenuto necessario quantificare i vantaggi anche in termini di rendimento dei titoli attraverso il confronto dei titoli quotati con indici MSCI World ESG e MSCI AC World riscontrando che, in media, gli indici dei titoli ESG sono più profittevoli rispetto agli indici tradizionali.

Proseguendo con la trattazione, si può osservare come, anche dal lato dell'offerta, l'introduzione della sostenibilità abbia portato numerosi cambiamenti in particolare riguardo l'utilizzo delle risorse. Infatti, il crescente interessamento e la riscontrata necessità di strumenti finanziari sostenibili hanno messo in movimento anche il lato dell'offerta ed in particolare le imprese che hanno modificato le proprie strategie di

business e le modalità di finanziamento in modo da poter partecipare al trend sostenibile del sistema finanziario L'analisi dell'offerta è portata avanti partendo dallo studio dell'evoluzione teorica del concetto di responsabilità sociale delle imprese dimostrando la convenienza e la necessità per le stesse di agire in modo sostenibile attraverso lo studio casi Parmalat e Wolksvagen. La scelta dei casi aziendali è stata determinata dall'obiettivo di dimostrare la correlazione esistente tra il perseguimento di condotte non etiche e la bancarotta dell'impresa nel primo caso, e la diminuzione della quotazione azionaria nel secondo caso.

Il terzo capitolo, invece, si concentra sulle diverse metodologie di misurazione dell'impatto sociale studiando, in primo luogo, le nuove metodologie di rating quali il rating etico e il rating di legalità e lo studio delle misurazioni di impatto utilizzate dalle imprese per monitorare i propri risultati in campo sostenibile e comunicarli ai loro stakeholders. In particolare, è analizzato nel dettaglio il bilancio di impatto attraverso il caso Ferrari. Per comprendere meglio i benefici aziendali, l'elaborato prosegue con un'analisi dei costi e dei benefici aziendali delle imprese etiche evidenziandone i lati positivi attraverso l'esempio negativo del caso Dolce&Gabbana ed in fine tramite un'analisi della redditività basata sulla comparazione tra le imprese valutate positivamente e negativamente dall'agenzia di rating etico "Standard Ethics". Quest'ultima analisi ha l'obiettivo di dimostrare il raggiungimento di risultati maggiormente redditizi in caso di perseguimento di comportamenti etici attraverso lo studio di correlazione dei due fenomeni.

Infine, l'ultimo capitolo si propone di presentare un approfondimento circa le direttive mondiali ed europee indicando gli obiettivi da raggiungere e una previsione delle prospettive future attraverso l'osservazione dei nuovi prodotti finanziari offerti, gli obiettivi posti dalla comunità europea e nuove iniziative volte a rendere il settore finanziario sempre più sostenibile fino a raggiungere l'introduzione di un sistema basato sull'economia circolare.

1) Investimenti sostenibili: la nuova domanda del mercato azionario

1.1 Origini e cause del fenomeno

Gli ultimi venti anni hanno rappresentato un periodo di grande cambiamento per lo scenario economico mondiale modificando la concezione dell'economia e attuando il passaggio da un'economia reale a una sua finanziarizzazione. Infatti, il sistema economico muta la sua essenza, basata su un'idea di ricchezza ottenuta tramite la produzione e lo scambio di beni, trasformandosi in un sistema finalizzato al reperimento del capitale e alla trasformazione delle logiche di acquisizione e fusione aziendale orientante al profitto unicamente finanziario. Il termine "finanziarizzazione" ha sempre avuto un'accezione negativa che si è rafforzata negli ultimi anni a seguito della riscontrata ciclicità delle crisi finanziarie. Inoltre, è stato possibile riscontrare che un elevato sviluppo del sistema economico, ottenuto nel breve periodo, ha sempre causato la perdita di ingenti capitali e l'impoverimento generalizzato seguito da una diminuzione della vita economica nel lungo periodo. Nonostante questo trend, l'ingresso nel mercato di strumenti finanziari innovativi, che rendono possibile l'ottenimento di elevati profitti per periodi "infiniti", cattura ancora grande interesse ed elevate aspettative nel pubblico. In questo modo i risparmiatori, attirati dall'idea di ottenere elevati profitti, investono grandi quantità di capitali nel mercato gonfiando i corsi delle azioni e i prezzi dei beni. L'opportunità di ottenere elevati guadagni, a queste condizioni, è imperdibile; si creano, dunque, situazioni di forte indebitamento dovuto al ricorso della leva finanziaria, necessaria per inseguire l'investimento, a condotte incaute, prive di sani criteri prudenziali, e ricorso a speculazioni spregiudicate. Arriva un punto però, in cui il sistema smette di autoalimentarsi provocando l'azzeramento del livello dei prezzi, il fallimento degli investitori e la conseguente inesigibilità dei debiti contratti determinando il fallimento degli istituti di credito. Al verificarsi di una simile situazione, il governo deve necessariamente intervenire per limitare i danni. Per sostenere i costi l'unica soluzione è il ricorso a politiche di licenziamento e salari portati al minimo per ridurre le perdite. Il frutto di tutto questo è, però, una mancanza di fiducia per gli investitori nel futuro e una scarsa stima e credibilità dei cittadini nei confronti del governo.

Inoltre, la finanziarizzazione è stata oggetto di numerose critiche da parte di molti economisti poiché è stata ritenuta responsabile della recente crisi che si è ripercossa a livello globale. Infatti, molti economisti e il pubblico di risparmiatori hanno alimentato un radicato pregiudizio ritenendola il principale mezzo usato dal sistema capitalistico per ottenere ingenti guadagni sfruttando lavoratori, risorse naturali e perseguendo condotte al limite della legalità. Le radici di questo diffuso malcontento risalgono a quel famoso 15 settembre 2008, quando il mercato finanziario, che aveva riempito gli investitori e le imprese di grandi aspettative in termini di guadagni nel breve e nel lungo termine, crollò inaspettatamente. I dati, infatti, sembravano essere favorevoli al sistema, che tra gli anni 1985 e 2000, aveva registrato nel mercato statunitense un incremento del reddito dovuto a profitti azionari pari al 16%, un conseguente aumento dei consumi e un incredibile aumento del benessere economico. Eppure, di lì a poco, il sistema su cui gli Stati Uniti e gli altri paesi sviluppati o in via di sviluppo avevano basato la propria economia si rivelò un gigante dai piedi di argilla poiché poggiava le sue fondamenta su basi inconsistenti. Soprattutto i soggetti economici di rilievo, convinti che il trend positivo dell'economia sarebbe durato a lungo, davano in prestito liquidità anche in assenza di garanzie di rimborso, investivano gran parte del patrimonio attirati da elevati rendimenti che però nascondevano elevati rischi¹. Per comportamenti di questa natura non c'era da stupirsi perché il mito del profitto, che si era sviluppato negli anni, aveva portato i manager delle grandi multinazionali quotate a usare qualsiasi tipo di pratica per raggiungerlo. Il contributo neoliberista di Friedman, che aveva preso piede nel secondo dopoguerra, con il supporto della *shareholder theory*, e i governi Reagan negli Stati Uniti d'America e Thatcher nel Regno Unito avevano posto le basi per la diffusione di una nuova visione d'impresa che aveva come punto centrale la ricerca e il raggiungimento del profitto. Le risorse umane cambiano dunque la loro natura e se fino a quel momento il lavoro era considerato un mezzo per una crescita personale per l'individuo, in questo tempo è considerato unicamente strumento funzionale per il raggiungimento degli obiettivi economici del management. Anche le altre risorse non sono più considerate come qualcosa di unico e inestimabile da tutelare per le produzioni future ma un mezzo utile principalmente nel breve termine per raggiungere in modo immediato sostanziosi guadagni. Inoltre, la presenza di stock options nei contratti dei dirigenti vincolava i salari all'andamento del titolo aziendale

¹Si fa riferimento agli errori commessi dalle agenzie di rating che avevano valutato i titoli subprime come titoli sicuri non informando i soggetti che investivano in questi titoli circa il rischio di insolvenza.

sul mercato e di conseguenza mistificare i conti aziendali o perseguire comportamenti contro la concorrenza per incrementare il valore azionario, nei casi in cui non si era raggiunto l'obiettivo di performance finanziaria, diviene necessario per ottenere elevati compensi. I grandi e i piccoli risparmiatori, dal canto loro, erano entusiasti dall'idea di massimizzare i profitti con molta facilità e velocità spinti ad accedere al mercato azionario attraverso investimenti o ricorrere a prestiti per investire in attività reali anche senza la possibilità di poter restituire il capitale. Si era ormai giunti ad un punto di non ritorno: le imprese erano ossessionate dall'idea di profitto facendolo diventare più importante di ogni cosa, anche delle Istituzioni e dell'opinione pubblica, e il pubblico di risparmiatori aveva ormai perso ogni cosa perseguendo questa ideologia. È così che, nel dicembre del 2007, iniziano a verificarsi i primi squilibri finanziari: le azioni perdono in media il 38% del loro valore e l'indice Nasdaq registra una perdita dell'80%. Gli stessi disastri si hanno nella borsa di Londra e si ripercuotono poi nel resto dell'economia mondiale.

Inoltre, tra i responsabili di questo disastro finanziario, sono da considerare anche gli istituti di credito che avevano acquistato inconsapevolmente dei titoli tossici, ovvero obbligazioni di cui era stato sottostimato il rischio di credito, che per questa ragione avevano ottenuto un *mispriicing* nel mercato. Non consapevoli della reale quantità di questi titoli nel portafoglio, gli istituti di credito non sono stati in grado di valutare le perdite che la loro svalutazione avrebbe comportato non prevedendo lo scenario di crisi.

Oltre agli aspetti economico-finanziari che hanno colpito duramente la popolazione mondiale, le perdite si sono registrate anche nell'ambito socio-ambientale. Infatti, come evidenziato in precedenza, il profitto inteso come unico scopo dell'azienda aveva portato le imprese a utilizzare in modo spregiudicato le risorse, inquinare l'ambiente tramite le emissioni di sostanze nocive provenienti dalle fabbriche o dall'utilizzo eccessivo di autoveicoli, simbolo dello status quo raggiunto dagli imprenditori. Tra gli aspetti tragici, ereditati dal periodo precedente la grande recessione, è necessario menzionare la scarsa efficienza dell'utilizzo e dell'allocazione delle risorse che hanno causato quella che è oggi conosciuta come crisi ambientale. L'uso irresponsabile delle risorse naturali si estendeva anche alle risorse umane, infatti, l'individuo nel luogo di lavoro era paragonato ad una macchina in grado di svolgere le sue funzioni per un periodo indefinito di tempo e anche in scarse condizioni ambientali. Eppure, l'aspetto

che ha condotto a conseguenze più serie è stata la superficialità dell'utilizzo di queste risorse manifestando una mancanza di attenzione per la loro limitatezza e un conseguente scarso interesse per le generazioni future. *“Le due crisi presentano quindi due facce della stessa medaglia in quanto la crisi ambientale è conseguenza insita del rapporto di predazione e spoliamento delle risorse naturali caratteristico del sistema capitalistico”*². Tuttavia, la crisi ambientale, nella sua drammaticità, è stata manifestazione fondamentale per fare luce nel sistema economico rendendo chiari i reali limiti della crescita estremamente legati ai limiti naturali del pianeta. È per questo che la crisi e la presa di consapevolezza di non possedere risorse di quantità indefinita, ma estremamente limitata, dell'elevato livello di inquinamento che rischia di danneggiare irreversibilmente le condizioni ambientali, hanno contribuito ad un cambiamento di direzione dal punto di vista socio- comportamentale ma anche economico-finanziario.

È proprio in questo scenario che il sistema economico, ormai conscio dei meccanismi nocivi che aveva provocato, si mette in movimento per attuare un cambiamento radicale nella concezione di mercato finanziario e di impresa. Le imprese iniziano ad interessarsi a tematiche sostenibili e sociali cercando di fare attenzione alle condizioni lavorative dei propri dipendenti, a garantire remunerazioni sicure e a procurare un benessere sociale con la propria attività.

Nasce, inoltre, un nuovo tipo di consumatore interessato ad investire non più in aziende che garantiscono un rendimento elevato in termini economici, ma diventano anche più interessati a investimenti che garantiscano un ritorno in termini sociali. Il consumatore di oggi, infatti, esige che le aziende adottino pratiche ambientali sostenibili, curino i propri dipendenti e siano attive nel promuovere iniziative sociali. Il consumatore, nella fase dell'acquisto, richiede informazioni e analizza non solo il rapporto qualità prezzo ma si informa sull'origine del prodotto, sui metodi di produzione, sul perseguimento da parte della società di politiche stabilite dal governo e sull'impegno della società nei confronti dell'ambiente. In questo modo, il processo di acquisto per il consumatore non rappresenta più un gesto quasi meccanico ma una vera e propria scelta di appartenenza che premia l'impresa in cui si identifica, riconoscendosi nelle sue scelte ecologiche e nei suoi valori.

² Silvia Zamboni, Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile

Il sistema economico-finanziario è chiamato a dare una risposta a queste richieste e sensibilizzare gli investitori a tali tematiche che, seppur diffuse, sono in realtà ancora poco utilizzate. È così che nasce la finanza sostenibile. Ma come può essere definita la sostenibilità? La sostenibilità “*soddisfa i bisogni dell’attuale generazione senza compromettere la capacità di quelle future di rispondere ai propri*”³; è dunque la bilancia tra le esigenze della competizione economica e le esigenze di proteggere l’ambiente in cui si vive. Tuttavia, il concetto di sostenibilità non deve essere associato solamente all’aspetto ambientale ma si riferisce anche alla salute della società e all’assicurare il benessere di determinate aree geografiche in seguito a decisioni prese nel perseguire gli scopi economici e infine sulla continua ricerca di possibilità di miglioramento del pianeta. Pertanto, un sistema economico che ingloba il tema della sostenibilità indica che quel sistema economico persegue una strategia che tenga conto di tematiche economiche, di governance, ambientali e sociali. È necessario che questi pilastri siano considerati simultaneamente per perseguire tale strategia che si caratterizza per una logica di lungo periodo, equità e giustizia, efficienza nell’utilizzo delle risorse ed equilibrio dei sistemi derivante dalla conservazione ecologica.

1.2 La finanza sostenibile e le scelte di investimento dei risparmiatori

1.2.1 Definizione di finanza sostenibile

Il concetto di sostenibilità si può realizzare attraverso l’investimento in attività finanziarie che integrano la dimensione della convenienza economica con la dimensione ambientale, sociale e di governance. Queste tipologie di investimenti sono chiamati investimenti socialmente responsabili (SRI) che hanno lo scopo di far nascere un senso di responsabilità nelle imprese oggetto d’investimento verso gli attori economici, sociali e politici. Esistono, però, diverse motivazioni che spingono gli investitori a ritenere conveniente l’utilizzo di criteri sostenibili nelle scelte di portafoglio:

1. L’introduzione di questioni ambientali e sociali che rappresentano opportunità di sviluppo poiché sono elementi che creano il presupposto per sollecitare l’impresa al

³ rapporto Brundtland (Commissione Mondiale per l’Ambiente e lo Sviluppo, 1987).

continuo miglioramento, potendo così, nel lungo periodo, aumentare il rendimento del capitale investito. Gestiscono, infatti, in maniera ottimale il rapporto rischio e rendimento

2. È possibile ritenere che le imprese che riescono ad ottenere delle soluzioni sostenibili a problemi come la disoccupazione o il cambiamento climatico, possano avere un buon successo commerciale ed essere così oggetto di alleanze con partners industriali globalmente riconosciuti.
3. All'interno della valutazione dell'impresa rientrano gli indicatori intangibili quali la reputazione, la qualità del management e il capitale intellettuale; in questo modo è possibile considerare l'investimento anche in base al comportamento dell'impresa non limitandola più al solo raggiungimento della performance.
4. Permette di individuare le imprese più efficienti in termini di riduzione dei costi e di uso efficiente delle risorse.

Per capire se un investimento può essere considerato sostenibile si utilizza una valutazione che prende in considerazione i criteri ESG (Environment, Social, Governance) analizzandoli secondo una dimensione ambientale, sociale, politica ed etica. I criteri possono essere riassunti nella tabella che segue:

Tabella 1.1

AMBIENTALE	SOCIALE	GOVERNANCE	ETICA
Cambiamenti climatici	Diritti umani	indipendenza	Produzione e commercio di alcolici
Acqua	Sviluppo del capitale umano	Remunerazione	Produzione di tabacco
Suolo	Attrazione dei talenti	Compliance	Produzione di armi
Biodiversità	Pari opportunità e diversità	Corruzione	Sperimentazioni sugli animali
Energia	Salute e ricchezza	Diritti degli azionisti	Giochi d'azzardo
Rifiuti	Relazione con la comunità	Gestione del rischio	Pornografia
	Sviluppo socio-economico		

1.2.2. Modalità di investimento e selezione degli strumenti finanziari

Ad oggi l'interesse per gli investimenti sostenibili è in forte crescita. Una ricerca del "Morgan Stanley Institute for Sustainable Signals" ha rivelato che tre quarti degli investitori privati attivi e l'86% degli investitori privati attivi del gruppo dei Millennials si ritengono interessati agli investimenti sostenibili. Le conclusioni più recenti, inoltre, hanno dimostrato come l'investimento sostenibile continui ad incrementare la curiosità degli investitori anche grazie alla crescente convinzione che questi investimenti possano avere un impatto positivo sulla società o sull'ambiente.

Il rapporto della Global Sustainable Investment Alliance (Gsi) ha quantificato in quasi 13mila miliardi di dollari il valore degli asset finanziari investiti a livello mondiale con criteri sostenibili e responsabili (Sri).



Fonte: Global investment review, 2012 (www.gsi-alliance.org)

Essendo gli investimenti sostenibili di diffusione recente, gli investitori non dispongono di numerose informazioni a riguardo e soprattutto di competenze per operare nel mercato finanziario. Per questa ragione la gestione dei capitali di risparmio spetta ad intermediari finanziari i quali agiscono, in via principale, tramite fondi di investimento.

Un fondo di investimento è uno strumento finanziario all'interno del quale confluiscono capitali, provenienti da piccoli e grandi risparmiatori, che presenta

vantaggi in termini di eliminazione dell'asimmetria informativa presente nel mercato finanziario, di accesso ad opportunità di investimento che potrebbero essere precluse ai singoli risparmiatori, e di maggiore distribuzione del rischio. L'estrema validità dell'utilizzo dei fondi di investimento, infatti, è data da una maggiore possibilità di diversificazione del portafoglio. In questo senso, il gestore del fondo ripartisce il capitale avuto in dotazione in modo da distribuire il rischio proveniente da un possibile fallimento del piano di investimento in più attività. Ad esempio, i fondi di investimento azionario, che prevedono un investimento in quote societarie, sono soggetti ad un'elevata esposizione al rischio legato a risultati negativi dell'azienda al verificarsi dei quali l'investitore potrebbe non avere un ritorno economico o, in casi estremamente negativi, potrebbe addirittura perdere parte del capitale inizialmente investito. Alla luce di quanto detto, è possibile intuire che se i nostri investimenti fossero legati al risultato di una singola azienda il verificarsi di un periodo negativo o di scandali societari, o qualsiasi altro evento che potrebbe compromettere il valore della stessa, i nostri profitti non si verificherebbero. Saremmo dunque esposti al rischio del mercato che è sempre imprevedibile (rischio sistemico) e al rischio legato all'impresa stessa (rischio specifico). Invece se il nostro capitale fosse ripartito tra più aziende, magari di settori diversi, i nostri profitti non dipenderebbero più dall'andamento di una singola azienda e dall'andamento del mercato ma sarebbero ripartiti da diverse aziende mantenendo costante il rischio sistemico, che è ineliminabile, ma eliminando il rischio specifico. Questo è possibile perché combinare nel portafoglio diverse azioni permette di ridurre lo scarto quadratico medio del portafoglio al di sotto della media ponderata dei singoli scarti quadratici medi senza modificare il rendimento atteso.

Un ragionamento analogo può essere fatto per fondi obbligazionari, la cui attività è data dal prestito di somme di denaro da un soggetto privato in surplus a un soggetto in deficit. Rispetto agli investimenti azionari, le obbligazioni sono più sicure in quanto rappresentano dichiarazioni di credito che promettono di restituire la somma presa in prestito in una data prefissata e di pagare un tasso d'interesse fisso nel corso della durata del finanziamento e, in secondo luogo, le obbligazioni emesse da enti governativi (titoli di stato) hanno un rendimento certo in quanto, salvo casi eccezionali, uno stato non può fallire; e nel caso in cui l'emittente sia un'azienda (obbligazioni societarie) anche il loro rendimento è certo poiché anche in caso di fallimento della stessa le obbligazioni sono le prime ad essere rimborsate. Nonostante il rendimento di

questo fondo non sia elevato, frutto della relazione esistente tra rendimento e rischio secondo la quale la mancata esposizione ad un rischio notevole consegue un rendimento minore dell'investimento, il fondo obbligazionario presenta un valido strumento di diversificazione e stabilità del portafoglio.⁴

Ogni fondo persegue delle strategie di investimento che nel nostro caso sono estremamente correlate non solo ai risultati economico-finanziari di un'impresa ma anche dall'impatto che la sua attività ha sulla società. Tali fondi vanno alla ricerca quindi di investimenti che *in una prospettiva di lungo periodo integrano criteri ambientali, sociali e di governance (o ESG, dall'inglese Environmental, Social and Governance) nella ricerca, nell'analisi e nella selezione dei titoli*⁵.

Il perseguimento di questo tipo di investimenti, come abbiamo visto, permette, in primo luogo, di prevedere il verificarsi di crisi finanziarie e in secondo luogo permette di beneficiare di opportunità di investimenti con rendimenti positivi nel lungo periodo. Le scelte di investimento, come si vedrà in seguito, sono adattabili a diverse classi dell'attivo: titoli sovrani, azionario e obbligazionario quotato, private equity e private debt ma anche ETF. Per identificare gli investimenti migliori si utilizzano diverse strategie che permettono di selezionarli secondo diversi criteri.

- **Strategia di esclusione:** si verifica quando l'investitore persegue l'obiettivo di escludere emittenti legati a tematiche causa dei problemi socio-ambientali. Tra i più noti tipi di esclusione troviamo imprese legate alle armi, alla pornografia, al tabacco e ai test su animali. Questa strategia è determinata sulla base di valori e principi del soggetto che investe o comuni all'interno della società di appartenenza.
- **Strategia di convenzioni internazionali:** implica che gli emittenti siano selezionati sulla base del rispetto di norme e standard internazionali come quelli stabiliti in sede OCSE, ONU.

⁴Seppur non rilevanti ai fini della trattazione è doveroso indicare che all'intero dei fondi di investimento possiamo trovare: fondi monetari (investimento su titoli monetari a breve termine), bilanciati e immobiliari (limitano il rischio relativo all'acquisto di immobili).

⁵Definizione del "Forum per la Finanza Sostenibile".

- **Strategia di best in class:** attraverso la quale all'interno del portafoglio si selezionano dei titoli in linea con i criteri ambientali, sociali e di governance privilegiando emittenti migliori all'interno del settore o classe dell'attivo di preferenza.
- **Strategia di investimenti tematici:** è un approccio che privilegia investimenti secondo criteri ambientali sociali e di governance focalizzandosi su uno o più temi come il riciclaggio, la salute, cambiamenti climatici.
- **Strategia di engagement:** si basa sul dialogo costruttivo tra investitori ed emittenti su questioni di sostenibilità e diritto di voto e si propone di influenzare positivamente i comportamenti dell'impresa ed aumentare il grado di trasparenza. Può avvenire attraverso una modalità soft, tipica di investitori in possesso di obbligazioni, e prevede incontri periodici tra rappresentanti degli investitori e impresa ed invio di relazioni. Oppure può verificarsi in forma hard, presupponendo il possesso di azioni, comprendendo presentazioni di mozioni nelle assemblee degli azionisti, l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto.
- **Strategia di impact investing:** si riferisce a investimenti in imprese, organizzazioni e fondi realizzati con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale misurabile e in grado di produrre un ritorno economico per gli investitori. Questo tipo di strategia è molto diffusa e ha delle caratteristiche fondamentali date dall'intenzionalità dell'investitore di generare un impatto positivo, dal rendimento finanziario e dall'eterogeneità dei rendimenti e delle classi dell'attivo.

In Italia, l'unico collocatore esclusivo di fondi di investimento etici è Banca Etica che offre i fondi di Etica Sgr, la società di gestione del risparmio del Gruppo Banca Popolare Etica. *I fondi etici di Etica Sgr si pongono l'obiettivo di creare per i risparmiatori opportunità di rendimento in un'ottica di medio-lungo periodo, puntando all'economia reale e premiando imprese e Stati che adottano pratiche virtuose.*⁶

Tra le attività principali svolte dalla banca, l'area di rilevanza verte intorno alla selezione socio- ambientale degli emittenti attraverso un'analisi dei criteri ESG tenendo conto anche delle situazioni specifiche riguardanti l'attualità e degli aspetti finanziari. La banca popolare etica si presenta al mercato come unico strumento in

⁶ Etica Sgr, fondi etici

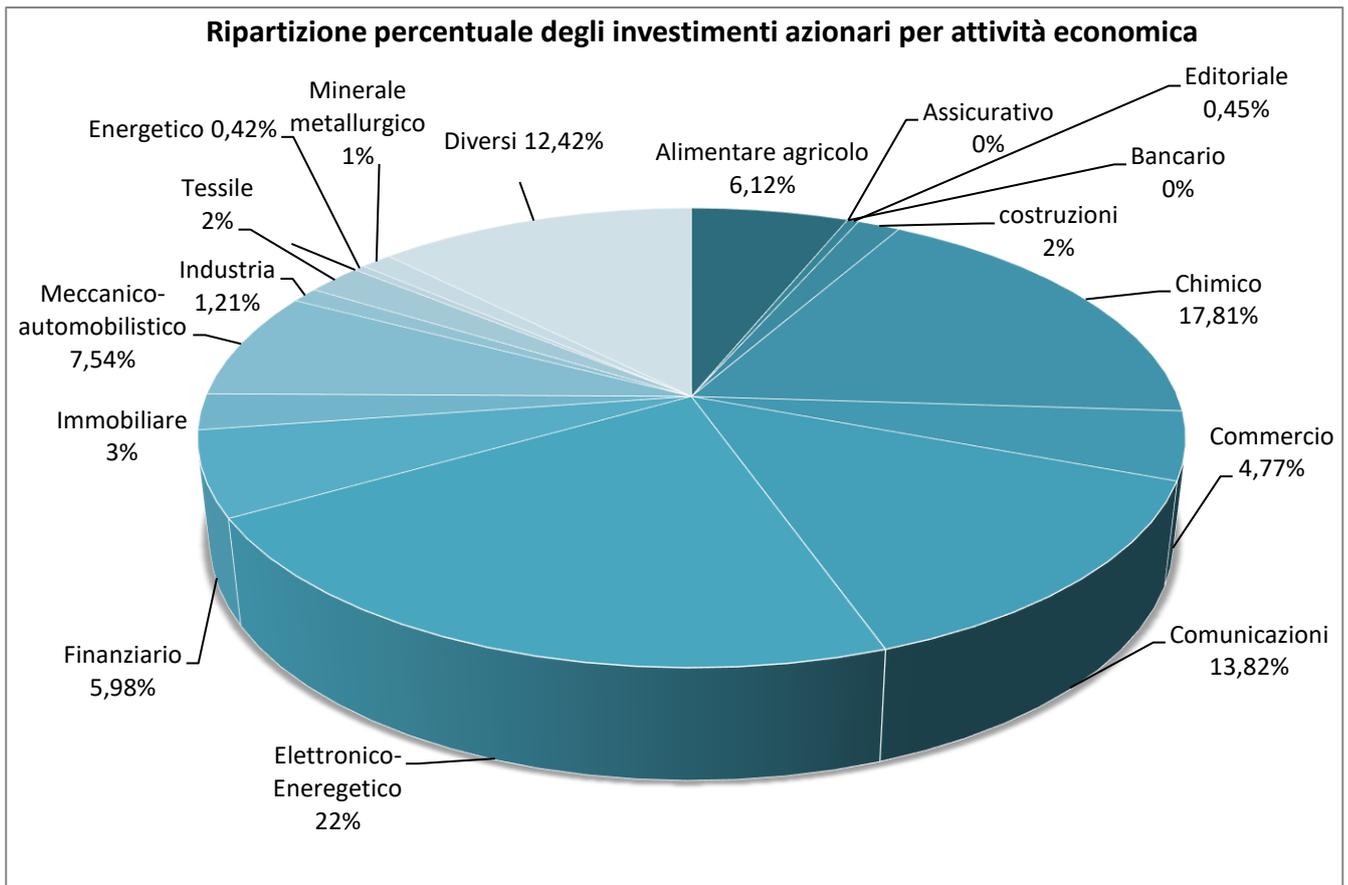
Italia in grado di collocare strumenti finanziari etici e pertanto può considerarsi come un importante indicatore dell'interesse e dello sviluppo della finanza etica nel nostro paese. Nel 2017 sono stati investiti in fondi etici circa 637 milioni di euro ripartiti come segue nella **tabella 1.2**(espressa in milioni di euro)

Tabella 1.2 ripartizione degli investimenti etici per fondi

Fondo Etica Obbligazionario Breve Termine	49,8
Fondo Etica Obbligazionario Misto	263,9
Fondo Etica Bilanciato	138,8
Fondo Etica Azionario	51,4
Fondo Etica Rendita Bilanciata	68,9
Raccolta Ordini e Comparto assicurativo	64,6

Fonte: KIID Banca Etica

Le attività di interesse invece variano in base alla natura del fondo, soffermandoci principalmente sui fondi di investimento etici azionario, che hanno raggiunto nel 2017 un valore di 51,4 milione, è possibile vedere tramite i grafici seguenti la ripartizione per attività economica.



Fonte: KIID Banca Etica

1.3 Gli investimenti sostenibili convengono? Confronto empirico tra indici MSCI World ESG e MSCI AC World

Il grande successo ottenuto dagli investimenti sostenibili ci permette di riflettere anche riguardo il grado di rendimento che si può ottenere. È necessario, infatti, considerare anche il ritorno economico per dimostrare come l'opzione secondo la quale, in un futuro auspicabilmente non troppo lontano, gli investimenti sostenibili possano rappresentare lo strumento più utilizzato nel mercato finanziario.

Abbiamo visto l'estrema importanza di questa tematica per la società e per il futuro del pianeta e la consapevolezza che si è sviluppata tra i consumatori. Ma, gli investitori cosa ci guadagnano? Per investire nel sostenibile devono andare incontro a sacrifici? Devono scegliere tra profitto ed ESG?

Analizzando i dati, con riferimento agli anni 2012-2018, è possibile fare un confronto tra gli indici tradizionali e gli indici che includono titoli di società o enti nazionali che operano nel campo della sostenibilità. La tabella dimostra che i ritorni in termini di profitto dal 2012 eguagliano o superano gli indici standard sia nei paesi sviluppati che nei mercati emergenti. E seppure i rendimenti passati non siano correlati con i rendimenti futuri, e non ci assicurano dei guadagni, sono comunque un indice importante per capire l'andamento storico del mercato ed individuare dei possibili margini di crescita.

Tabella 1.3 **Confronto tra indice MSCI tradizionale e MSCI ESG**

	USA		World (no USA)		PAESI EMERGENTI	
	MSCI	MSCI ESG	MSCI	MSCI ESG	MSCI	MSCI ESG
Ritorno annuo	15,80%	15,80%	10,50%	11,10%	7,80%	9,10%
Volatilità	9,50%	9,60%	11,40%	11,60%	14,40%	14,30%
Sharpe Ratio	1,62	1,6	0,88	0,91	0,51	0,61
Perdita massima (MMD)	-13,90%	-13,80%	-23,30%	-22,60%	-	-33%
Rapporto prezzo/utigli	19,40	19,5	17,2	17,1	13,3	13,7
rapporto dividendo/prezzo	2,10%	2,10%	3,20%	3,20%	2,70%	2,80%
Numero di scambi	6,20	293	1,011	419	831	288
Punteggio ESG	5,2	6,6	6,5	7,9	4,4	6,2

Fonte: BlackRock Investment Institute, dati provenienti dall'osservazione degli indici dal 31 maggio 2012 al 28 febbraio 2018

I dati empirici confermano la tesi di molti investitori secondo la quale gli investimenti sostenibili possono competere in termini di rendimento finanziario con i tradizionali indici. Nella scelta di un investimento è importante valutare diversi indicatori che ci permettono di capire la performance e i rischi a cui siamo esposti.

Il primo indice “ritorno annuo” si riferisce alla percentuale che un investitore dovrebbe guadagnare al termine dell’anno a fronte dell’investimento sostenuto. È dato dalla media geometrica dei ritorni dell’investimento. Come si può notare nella tabella 1.3, i ritorni annui dell’indice MSCI ESG eguagliano, nel caso statunitense, l’indice tradizionale mentre negli altri casi lo supera dimostrando come sia più profittevole in termini di rendimento.

Tuttavia, questo indice è incompleto in quanto non considera il grado di incertezza del titolo; per questo è necessario prendere in analisi l’indice di volatilità. Questo indice ci informa circa la sensibilità del titolo alla variazione del prezzo infatti è calcolato attraverso la deviazione standard dei prezzi storici che sono contenuti nel portafoglio, nel nostro caso nei sottostanti degli indici, e misura l’ampiezza di variazione del valore del titolo. Pertanto, all’aumentare della volatilità aumenta l’incertezza legata al valore dei titoli sottostanti. Nel caso degli USA, dove gli investimenti sostenibili sono ampiamente diffusi e dove, come abbiamo visto precedentemente, affluiscono grandi quantità di capitali destinati a SRI, il grado di volatilità dell’indice MSCI ESG eguaglia quello tradizionale.

Analizzando, invece, l’indice di Sharpe che misura la performance modificata per il rischio individuando il rendimento maggiore che si ottiene rispetto ad un investimento privo di rischio, è facilmente riscontrabile che sia maggiore in tutti i casi in cui sono presi in considerazione i criteri ESG. Ciò dimostra come gli investimenti ESG risultano migliori in termini di performance e gestione del portafoglio.

Il comportamento dell’indice, inoltre, può essere riassunto facilmente dall’indice di perdita massima, in inglese noto come “*maxdrawdown*”. Questo indice è rappresentativo del comportamento storico dell’investimento indicandone più precisamente la volatilità specifica. In questo caso, gli indici MSCI ESG hanno registrato perdite massime minori rispetto all’indice tradizionali sintomo della maggiore sicurezza e trasparenza del sottostante.

Per quanto riguarda il rapporto prezzo utile, questo indicatore è molto importante perché ci permette di delineare il grado di fiducia del mercato nelle società di incrementare gli utili. Indica, inoltre, quanto gli investitori sono disposti a pagare in più per ottenere più utili. Anche in questo caso il rapporto è più elevato nel caso dell'indice MSCI ESG indice di quanto il mercato si stia interessando a questo tipo di investimenti e sia fiducioso per l'impatto anche finanziario che si può ottenere.

Possiamo dunque concludere, affermando che seppur di pochi punti percentuali, l'indice MSCI ESG risulta più conveniente per gli investitori anche in termini di profitti e i dati lasciano auspicare un'espansione del mercato che potrebbe portare ad enormi vantaggi, anche finanziari.

2) La responsabilità sociale di impresa: come le imprese rispondono alla nuova domanda del mercato

2.1 L'evoluzione teorica del concetto di responsabilità sociale di impresa

Analizzando il lato dell'offerta, il concetto di Responsabilità sociale di impresa (da qui RSI) è un tema che è stato oggetto di diverse controversie teoriche a partire dagli anni '50 del secolo scorso. Una prima attenzione al tema sociale si è avuta nel 1953, quando Bowen, il padre della RSI, nel suo testo "Social responsibilities of the businessman", considera i soggetti economici necessariamente vincolati sul piano morale nel promuovere politiche economiche utili per la società e nel condurre pratiche comportamentali di ispirazione per gli altri soggetti. In questa prima fase, il concetto di impresa non sembra far parte delle considerazioni dell'economista; infatti, nella sua trattazione, egli si rivolge ai "businessmen" per indicare come il perseguimento di condotte etiche sia qualcosa di strettamente personale e il businessman sia l'unico soggetto a risponderne. Inoltre, in questa prima fase, non è considerato in prima istanza l'aspetto economico ma l'autore fa un riferimento alla vita di tutti i giorni. Nel 1960 William Frederick supporta la tesi di Bowen ampliandone la definizione anche all'aspetto economico affermando che la responsabilità sociale impone all'uomo d'affari di tener conto nelle proprie operazioni economiche delle esigenze della società. È necessario aspettare il 1967 per vedere il concetto di responsabilità sociale riferito all'impresa nel libro *Corporate Social Responsibilities* di Clarence C. Walton. Secondo Walton, la nozione di responsabilità sociale riconosce l'intimo legame esistente tra l'impresa e la società e impone agli attori economici di considerare questo legame nelle operazioni economiche. Secondo Donaldson, invece, esisterebbe un implicito contratto sociale tra società e impresa. In particolare, dal momento in cui un'impresa è autorizzata dalla società ad operare in una determinata comunità, assume implicitamente degli obblighi che costituiscono il fondamento del contratto tra impresa e società.

Infine, nel 2005 tutto ciò è confermato dalla teoria degli stakeholder secondo la quale il fine ultimo dell'esistenza dell'azienda risiede nella soddisfazione delle aspettative di tutti gli individui portatori di interesse nei confronti dell'impresa stessa. *"Il vero obiettivo dell'impresa è di servire come veicolo per coordinare gli interessi*

degli stakeholder. È attraverso l'impresa che ciascun gruppo di stakeholder migliora la propria posizione attraverso uno scambio volontario [...] ognuno di questi gruppi di stakeholder ha il diritto di non essere trattato come un mezzo per qualche fine, e pertanto deve partecipare della direzione futura dell'impresa in cui ha interesse."⁷

In Europa la SRI è ufficialmente diventato obiettivo fondamentale per la comunità nel 2000 quando nel Consiglio Europeo di Lisbona è entrata a far parte dell'agenda europea in quanto considerato come valido strumento strategico per realizzare una società più competitiva e socialmente coesa. All'interno del Libro Verde della Commissione Europea, nel 2001, compare per la prima volta una definizione di responsabilità sociale intesa come: *"l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali e ambientali delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate"*; un'impresa quindi che sappia conciliare gli obiettivi economici con quelli solidali e ambientali in un'ottica di sostenibilità futura.

2.2 Perché la responsabilità sociale è importante per le imprese?

Negli anni le imprese, grazie alle sovra citate teorizzazioni, hanno raggiunto una maggiore consapevolezza del loro ruolo all'interno della società e della necessità di operare seguendo condotte etiche per contribuire ad uno sviluppo economico sostenibile. Inoltre, molte imprese hanno provato sulla propria pelle le conseguenze di linee di comportamento scorrette in termini ambientali, finanziari e di reputazione.

È possibile comprendere a pieno questa presa di consapevolezza da parte dell'aziende tramite l'analisi di due recenti casi aziendali che illustreranno come il perseguimento di condotte non sostenibili causi dei problemi societari in termini economico-finanziari come la perdita di quotazioni in borsa e di esposizione al rischio fallimentare ed in termini di reputazione come la perdita di associazione a valori positivi da parte del brand.

⁷Così riportato in Gentile V., Responsabilità sociale d'impresa, in Rivista Bancaria, 5-6, 2010, p. 113

2.2.1 Analisi del caso Parmalat

Parmalat Spa è un'azienda alimentare italiana specializzata nella produzione di latte, yogurt e panna, fondata nel 1961 da Callisto Tanzi sotto la denominazione iniziale di "Diatalat" che negli anni ha raggiunto una forte espansione globale aprendo oltre 130 stabilimenti in tutto il mondo. Tra le grandi intuizioni che hanno portato il gruppo Parmalat al successo è necessario menzionare l'utilizzo di contenitori di cartone tetrapak per la vendita del latte e l'utilizzo della tecnologia Uht per conservare i prodotti lasciandone inalterate le qualità proteiche e i sali minerali del prodotto. Nonostante il grande successo raggiunto negli anni, dal 2003 il nome Parmalat è associato ad un profondo crac finanziario considerato come uno dei più grandi a livello mondiale del secolo registrando un default finanziario di 14 miliardi di euro metà dei quali in prestiti obbligazionari e causando la rovina economica di più di cento cinquanta mila risparmiatori. Il caso Parmalat è passato alla storia come uno dei più grandi scandali di bancarotta fraudolenta e aggio a causa di mistificazioni di bilancio e di situazioni di elevato indebitamento nei confronti delle banche. Tutto questo fu scoperto a seguito di due eventi emblematici, in primo luogo, risultò sospetta la difficoltà da parte dell'impresa nel risarcire il "bond dell'immacolata"⁸ nonostante l'azienda vantasse all'interno del proprio bilancio 4 miliardi di liquidità. Detenere liquidità e acquisirne altra era fondamentale per l'azienda poiché avrebbe garantito l'espansione globale e aumentato il valore aziendale. Successivamente, Bank of America indirizzò una lettera alla Banca d'Italia in cui notificava l'impossibilità di reperire 500 milioni di euro del fondo Epicurum appartenente alla Parmalat Spa che causò l'inizio delle indagini il 20 dicembre 2003. L'attività investigativa mise in luce le mistificazioni e le truffe portate avanti dalla società che aveva, a partire dal 1990, falsificato i bilanci in base agli obiettivi che ogni anno erano individuati con lo scopo di far apparire il gruppo in crescita e di nascondere le aree di criticità. In modo particolare, furono falsificati:

- i livelli di margini operativi come EBIT e EBITDA,
- il grado di indebitamento verso le banche e obbligazionisti,
- la consistenza del patrimonio netto,
- la veridicità e l'esigibilità dei crediti.

⁸ Si fa riferimento al bond di 150 milioni di euro, con scadenza l'8 Dicembre, che il gruppo Parmalat non era stato in grado di risarcire.

Ciò che spingeva Parmalat a condurre questi comportamenti era l'impegno preso con le banche che le permettevano di ottenere credito in cambio del mantenimento dell'equilibrio della sua struttura finanziaria e un livello minimo di margine operativo per consentire la realizzazione di flussi di cassa sufficienti per il rimborso dei debiti finanziari.

Tuttavia, per continuare ad alimentare il sistema, era costretta ad occultare il vero livello d'indebitamento tramite grossolane mistificazioni che consistevano nella cessione di crediti falsi o inesigibili iscritti nei confronti di società apparenti in contropartita di corrispettivi mai ricevuti. Successivamente, la falsificazione dei conti prevedeva un unico soggetto come controparte di operazioni fittizie (la Bonlat Financing Corporation con sede nelle Isole Cayman). Tale società aveva come finalità la concentrazione delle problematiche di bilancio del gruppo in un'unica società. Il passaggio dei debiti e dei crediti, frutto dei falsi contabili, avvenne in modo graduale sino a che Bonlat divenne l'unico recettore di tutti gli artifici.

Bonlat fu protagonista di numerose operazioni fittizie.

Una delle più clamorose è la falsa vendita di 300 milioni di tonnellate di latte in polvere a Cuba per un corrispettivo di 359 milioni di dollari. Tuttavia, serviva un conto corrente che attestasse la regolare esecuzione delle singole operazioni e mostrasse le presunte disponibilità finanziarie della Bonlat.

Si creò un conto corrente bancario fittizio aperto presso la sede di New York della Bank of America per un importo di 3.95 miliardi di euro che fu creato direttamente negli uffici di Collecchio scannerizzando con un personal computer il logo della banca e inventando il numero di conto.

Altro caso eclatante è l'investimento realizzato da Bonlat nel fondo fittizio Epicurum, creato per far credere al mercato che in tale fondo fosse depositata una liquidità a disposizione del Gruppo Parmalat in realtà mai esistita. Inoltre, un ulteriore problema riguardava il totale coinvolgimento di diverse banche internazionali che, a conoscenza della situazione, spingevano i risparmiatori ad investire nel gruppo. Calisto Tanzi, prima dello scandalo, aveva investito in numerose attività diverse dalla natura dell'impresa come società che si occupavano di turismo e di calcio. Gli stipendi dei dipendenti erano pagati tramite i guadagni degli obbligazionisti che non vedevano ritorni economici. Dopo lunghi anni di indagini e diversi rinvii a giudizio, nel 2014 il

caso si conclude con la condanna a 18 anni di reclusione di Calisto Tanzi e di altri esponenti del consiglio di amministrazione del gruppo.

Il caso Parmalat risulta eclatante e di rilievo ai fini della trattazione poiché le conseguenze che ha generato per i risparmiatori sono state e sono tutt'ora irreversibili. Infatti, dopo un primo momento, in cui il commissario straordinario Enrico Bondi risarcì alcuni risparmiatori attraverso la conversione delle obbligazioni della società non rimborsate e le aspettative di risarcimento del danno erano elevate per tutti gli investitori ad oggi il rimborso del capitale iniziale investito è pari solamente al 48%. Nonostante siano passati diversi anni, sono ancora tanti i risparmiatori che sono in attesa di un risarcimento ma secondo il presidente dell'Adusbef, Elio Lannutti: "Per quelli che non hanno ancora ricevuto niente, non ci sono più possibilità". È così che il crac finanziario registrato dal gruppo Parmalat con le sue condotte ha portato alla rovina numerose famiglie di risparmiatori che ancora oggi aspettano un risarcimento adeguato.

A pagare gli errori del gruppo è stata anche la città di Parma che aveva raggiunto un elevato livello di conoscenza e rispettabilità in tutto il mondo, nota per il suo primato nell'industria alimentare e nell'imprenditoria, diventa in poco tempo la "città dei truffatori italiani". Sotto l'aspetto sociale, inoltre, la popolazione ha nutrito un forte astio verso la famiglia Tanzi che in passato era considerata come parte fondamentale della comunità ma in poco tempo ha generato frustrazione, delusione, senso di tradimento che hanno portato i cittadini a non fidarsi di nessuno e vivere nell'incertezza.

2.2.1 Analisi del caso Volkswagen

La Volkswagen è una multinazionale tedesca operante nel settore dei trasporti fondata nel 1937 su richiesta del fuhrer Adolf Hitler per diventare "la macchina del popolo tedesco". Oggi è ampiamente conosciuta in tutto il mondo attraverso i suoi 12 brand, 120 stabilimenti produttivi in quattro continenti, più di 620.000 addetti e più di 10 milioni di veicoli venduti all'anno. Il marchio ha avuto un incredibile successo sia

da parte dei consumatori che dal lato dei dipendenti per la sua innovativa proposta di produrre un autoveicolo accessibile a tutte le classi sociali. Il successo della casa automobilistica si deve, in particolare, all'intuizione di trasformare le macchine da una conduzione a benzina in una a diesel considerato meno inquinante rispetto agli standard europei. L'utilizzo del diesel, però, non permetteva alla compagnia di penetrare nei mercati statunitensi, grande obiettivo dell'impresa in quei anni, a causa dell'elevata attenzione da parte delle istituzioni e dagli enti no profit verso l'ambiente. Questa grande pressione dovuta alla necessità dell'impresa di entrare nel mercato degli Stati Uniti d'America ha spinto la compagnia all'apertura di una nuova fabbrica verde e alla creazione di un nuovo motore TDI Clean diesel considerato un'innovazione nel settore che permetteva alle auto di raggiungere buoni livelli di performance e bassi livelli di consumo. All'inaugurazione delle nuove automobili l'amministratore delegato Martin Winterkorn riassume il lancio del nuovo prodotto come "simbolo della ritrovata responsabilità sociale dell'azienda" e il motore TDI come "ciò che riassume il marchio Volkswagen ovvero ecologico, affidabile e di successo". A seguito dell'ingresso della nuova autovettura nel mercato il numero delle vendite aumenta esponenzialmente grazie alla sua elevata versatilità e ben presto si configura come l'auto dei sogni essendo in grado di fornire ai guidatori comodità, velocità, sportività e rispetto ambientale. Tuttavia, quel sogno si tramutò ben presto in un incubo che stava danneggiando i cittadini, i clienti e la concorrenza. Infatti, tra il 2011 e il 2012 in Europa il Joint Research Centre pubblica un rapporto nel quale si evidenzia un elevato livello di emissioni tossiche provocate da autoveicoli nel continente. Tale rapporto non venne ritenuto valido di attenzione da parte dalle istituzioni e dagli enti interessati a livello europeo tuttavia durante una riunione dell'International Council on Clean Transportation (ICCT)⁹ emerse che i dati riguardanti la situazione negli Stati Uniti d'America non erano stati registrati. Per questo motivo, nel 2013 l'ICCT decise di testare delle autovetture per dimostrare la riuscita dei piani ambientali nel paese attraverso un test in laboratorio dei tubi di scarico e uno su strada. Inaspettatamente i valori di autovetture Volkswagen risultarono oltre 40 volte più alti rispetto ai valori riscontrati in laboratorio¹⁰. A seguito di ulteriori prove effettuate da team di esperti ciò

⁹Un ente no profit statunitense che supporta attraverso analisi tecniche i regulators ambientali.

¹⁰ Quando questo tipo di esperimenti sono svolti i risultati dei test eseguiti su strada sono sempre diversi dai risultati ottenuti in laboratorio. Tuttavia, se la differenza supera il 5% si suppone che ci sia stata una falsificazione dei dati presentati dall'azienda.

che venne alla luce fu l'utilizzo di un impianto di manipolazione da parte della compagnia. Di fronte a queste accuse la strategia di Volkswagen fu piuttosto ambigua in quanto in un primo momento non rilasciò interviste e successivamente propose di ritirare le autovetture in questione dal mercato per poterne modificare il livello di emissione. Questa mossa fu però un vero e proprio fallimento perché l'agenzia di protezione ambientale (US EPA) si rese conto che quella fu solamente un modo per modificare diversamente l'impianto di manipolazione in modo da poter truccare nuovamente i test. Di fronte a questo Volkswagen è costretta a confessare la frode registrando danni enormi per l'ambiente e per la compagnia stessa registrando un crollo in borsa del 38%.

Le azioni perseguite dalla compagnia riflettono l'arroganza della stessa di sentirsi superiore rispetto alla legge e la volontà di superare i limiti etici per raggiungere gli obiettivi aziendali anche a discapito dei suoi clienti. Un elemento molto importante sorto a seguito di questo evento è stata la profonda delusione da parte dei consumatori che si sono sentiti traditi da quella compagnia in cui avevano riposto le loro speranze. Anche chi non aveva un'autovettura Volkswagen si sentiva deluso e frustrato poiché a causa di questa frode si vede maggiormente esposta ai pericoli derivanti da emissione di sostanze nocive contenute nel diesel come NOx fonte primaria di smog, di piogge acide e di malattie tumorali, asma e problemi cardiaci.

I danni sono stati registrati anche a livello di mercato inteso come luogo di concorrenza infatti questa presa di posizione da parte dell'impresa ha danneggiato le altre società automobilistiche che per seguire le direttive ambientali hanno registrato livelli inferiori di vendite e di produzione. Infine, i danni sono stati registrati anche all'interno della società stessa non intesa in termini di quotazioni o aspetti economici ma dal punto di vista dei suoi dipendenti che si sono sentiti traditi dai loro stessi dirigenti. Il discorso di ammissione di colpa da parte di Martin Winterkorn infatti è stato indirizzato in prima parte proprio ai dipendenti i quali spendendo energie e dedizione per l'impresa si sono ritrovati in una situazione aziendale sfavorevole a causa degli errori commessi dai vertici aziendali.

I due casi aziendali sono estremamente rilevanti per la trattazione in quanto testimoniano come l'eccessiva ricerca del mero profitto economico conduca le imprese alla rovina sotto differenti punti di vista.

Alla luce di questi esempi diventa necessario l'introduzione della RSI all'interno delle aziende facendone non più solo una questione di eticità ma anche a livello di competitività dato il livello di brand reputation che può essere raggiunto attraverso comportamenti socialmente responsabili e stabilire relazioni proficue e di grande valore aggiunto con la comunità di riferimento. Questo ultimo punto permette all'azienda nel lungo periodo di instaurare con i propri stakeholders un rapporto profondo di fiducia ed unicità. Infatti, attraverso l'introduzione della RSI nei business model e negli obiettivi aziendali, le società promettono il perseguimento di determinati valori agli stakeholder e pongono le basi per un legame duraturo. In questo modo la scelta dei prodotti da acquistare o dei titoli in cui investire non sarà più legata solamente alla performance finanziaria e al raggiungimento degli obiettivi di profitti che tanto hanno oppresso le società fino ad oggi, ma si terranno in considerazione i valori che sono alla base dell'azienda per potersi identificare. L'obiettivo principale dell'impresa ovvero la creazione di valore per gli stakeholders acquista una sfumatura diversa dando una connotazione più ampia al termine valore. Creare valore ad esempio, per Google significa garantire un ambiente di lavoro flessibile ed efficace permettendo ai propri dipendenti di essere più produttivi fornendo anche servizi complementari come abbonamenti in palestra, organizzazione di feste, eventi oppure incentivi economici. Oppure, per Lavazza creare valore significa incentivare l'imprenditorialità attraverso nuove forme di agricoltura e la creazione di nuove infrastrutture in aree abbandonate.

Quindi, la responsabilità sociale d'impresa richiede di mutare gli obiettivi aziendali attraverso lo sviluppo di aree di riferimento in termini di priorità e di intervento. Le aree principali sono:

- l'uso consapevole ed efficiente delle risorse e la capacità di valorizzare le risorse umane contribuendo alla loro crescita e allo sviluppo della comunità sociale di riferimento;
- la volontarietà;
- la trasparenza nei confronti degli stakeholder di riferimento;
- l'integrazione ovvero il coordinamento e la complementarietà della visione aziendale che deve impostare le varie attività su obiettivi focalizzati e valori condivisi. Pertanto, la funzione di pianificazione e di budgeting deve essere integrata con la funzione di check e di reporting economico e sociale.

Negli ultimi anni l'integrazione della sostenibilità nella governance è rientrata nel piano strategico della maggior parte delle imprese quotate italiane. Infatti, attraverso un'analisi delle imprese del FTSE MIB è possibile considerare come il 70% ha inserito nel proprio piano strategico obiettivi socio-ambientali segnando così l'inizio di una nuova era economica.

3) La misurazione dell'impatto aziendale

Monitorare l'operato aziendale è molto utile per comprendere quali obiettivi sono stati raggiunti, gli errori che sono stati commessi e per determinare le strategie future. Di conseguenza, anche gli stakeholders vogliono essere a conoscenza della reale situazione aziendale e capire se i loro interessi sono stati considerati e in quale misura sono stati raggiunti. Nel sistema economico tradizionale si utilizza il bilancio di esercizio per descrivere in maniera veritiera e corretta la situazione patrimoniale della società. È utile anche per il calcolo di determinati indici che permettono di misurare la performance aziendale in base al grado di liquidità per comprendere se avrà liquidità a sufficienza per estinguere i debiti nel tempo. Oppure servirà per capire quando possa essere efficiente e redditizia ovvero capire con quanta efficienza l'impresa impiega le proprie attività oppure il guadagno che si è ottenuto rispetto agli investimenti iniziali. Il documento di disclosure fornisce informazioni anche in merito al grado di indebitamento per capire in che misura rispetto alle altre fonti aziendali si stia indebitando e cercare di individuarne un limite. Infine, ultimo indicatore importante riguarda la valutazione dell'azienda sul mercato che permette di osservare l'andamento nel tempo dell'impresa e i margini di crescita che può raggiungere.

Nonostante il bilancio sia uno strumento molto importante di trasparenza ed informazione verso gli stakeholders presenta dei limiti. Infatti, essendo un documento auto dichiarativo in cui è l'impresa stessa che indica i valori e autocertifica il raggiungimento degli obiettivi si potrebbe incorrere in problemi di veridicità. Quindi per gli stakeholders è importante che l'operato dell'azienda sia certificato da un ente esterno in grado di guardare in maniera oggettiva e professionale la situazione economica in cui si trova l'azienda. Per questo motivo si ricorre al rating, in particolare, per valutare le aziende in relazione alla loro capacità di pagare i propri debiti verificando se sono in grado di mantenere ciò che hanno promesso agli stakeholders.

Il rating è un sistema di misurazione secondo il quale dei soggetti esterni indipendenti, le agenzie di rating, esprimono un giudizio circa la capacità dell'impresa di generare risorse per far fronte agli impegni presi nei confronti dei creditori. A seguito di un'analisi del bilancio e del calcolo degli indici di parametri di riferimento, le agenzie di rating assegnano un punteggio ad ogni azienda in base al confronto dei parametri con altre aziende del settore e all'andamento del mercato. Oltre ai fattori quantitativi gli analisti di una società di rating devono cercare di valutare fattori qualitativi come

l'affidabilità, le capacità del management dell'azienda, la credibilità dei progetti e degli obiettivi che la società sotto esame si è imposta. Il rating è poi assegnato secondo diverse scale dei valori che variano in base all'agenzia che ha condotto l'analisi ma sono, in tutti i casi, assegnati su scala alfabetica. I punteggi ottenenti, in linea generale, dividono le imprese in due gruppi: Investment grade in cui sono presenti le imprese che permettono l'investimento relativamente sicuro e lo Speculative grade in cui l'investimento è rischioso ma più redditizio. In fine è redatto un out look nel quale è inserita la previsione di medio lungo termine dell'impresa. Tra le agenzie più importanti sono presenti: Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Con il cambiamento del sistema finanziario, e l'introduzione di nuovi concetti aziendali, è necessario considerare nuovi strumenti di valutazione che analizzino le imprese attraverso indicatori economico-finanziari ma anche sotto l'aspetto sociale che hanno lo scopo di verificare il raggiungimento della creazione di valore per gli stakeholder. Si è reso necessario, inoltre, misurare l'impatto del lavoro aziendale sulla società e sugli individui. Tra gli strumenti introdotti verranno di seguito analizzati il rating etico, il rating di legalità e il bilancio di impatto.

3.1 Il Rating Etico

Il rating etico nasce per far fronte alla crescente domanda da parte del mercato di prodotti sostenibili verificabili non da una semplice autodichiarazione da parte dell'impresa ma da una dichiarazione indipendente. Un altro elemento che ha permesso lo sviluppo del rating etico è stato la perdita di fiducia da parte degli investitori nelle agenzie di rating tradizionali che non erano state capaci di prevedere la crisi finanziaria del 2008 ma, anzi, ne erano stati complici attraverso il mancato giudizio negativo di istituzioni come la banca "Lehman Brothers" dichiarata dalle tre agenzie più importanti come sicura. Il caso del fallimento della "Lehman Brothers" ha fatto emergere le lacune e le incapacità predittive del rating tradizionale. Le maggiori critiche sono state rivolte al metodo di assegnazione del punteggio del rating basato su dati storici forniti dalle aziende stesse e dai potenziali conflitti di interesse che possono sorgere in quanto tra il valutato e il valutatore intercorre di frequente un rapporto di consulenza. Inoltre, l'elemento più rilevante della critica sembra essere quello riguardante i modelli statistici e matematici utilizzati che non sono più adeguati a una

corretta rappresentazione del mercato prendendo in analisi poche variabili in gioco e non tenendo conto degli aspetti legati al sistema sociale, culturale o religioso.

Con lo scopo di risolvere queste problematiche, il rating etico utilizza metodologie di valutazione che si distanziano da quelli tradizionali ispirandosi ai principi di responsabilità sociale e ambientale con lo scopo di garantire lo sviluppo sostenibile. La valutazione delle imprese è assegnata a seguito di attività di screening in primo luogo negativi e successivamente positivi. Inizialmente, preso un campione, è eseguita una scrematura di tutte le imprese che operano in settori considerati tipicamente non etici come i giochi d'azzardo, la pornografia, la produzione di tabacco o alcolici. Successivamente è eseguito uno screening positivo che analizza la singola impresa e l'intensità con la quale persegue comportamenti etici. In questa fase si effettua un'analisi di diversi parametri e le agenzie esprimono un giudizio a riguardo in base alla propria considerazione di eticità. Al termine dello screening è poi assegnato una valutazione che permette agli investitori e alla azienda stessa il grado di sostenibilità ed eticità. Tuttavia, la numerosa esistenza di diverse agenzie di rating, l'assenza di principi comuni e la soggettività di analisi di certi parametri, non permettono ai soggetti economici di avere un quadro veritiero ed uniforme della situazione aziendale. Inoltre, tra le agenzie di rating etico risiede lo stesso problema presente tra le agenzie di rating tradizionale ovvero la possibilità che queste siano al tempo stesso valutatrici e consulenti di un'impresa.

3.1.2 Standard Ethics

Tra le diverse agenzie di rating operanti nel settore etico, “*Standard Ethics*” (da qui Standard Ethics o SE) è la più nota poiché presenta delle caratteristiche che la rendono differente rispetto alle altre, posizionandosi come agenzia indipendente che evita di fornire consulenza alle imprese sotto rating nei tre anni successivi all'emissione. Inoltre, Standard Ethics presenta ulteriori caratteristiche che la configurano come l'agenzia considerata più efficiente ed efficace in termini di valutazione ed in grado di rispondere a problematiche sorte con le altre agenzie. In primo luogo, l'esistenza di una definizione univoca di “etica” da parte delle altre agenzie di rating costringeva il consumatore a scegliere l'azienda in cui investire in base alla visione dell'agenzia che in alcune occasioni poteva essere diversa. Per questa ragione SE si propone di non fornire una definizione precisa ma analizza diversi parametri che permettono al consumatore stesso di scegliere in cosa rispecchiarsi. Inoltre, utilizza come punti di

riferimento le linee guida stabilite dagli enti sovranazionali in materia di sostenibilità delle Nazioni Unite, dell'Unione Europea e della OECD.

Standard Ethics utilizza per misurare il grado di sostenibilità la scala di valori che variano da EEE a F riportati attraverso 9 livelli secondo la seguente tabella:

Tabella 3.1

	Livello di adeguatezza
EEE	Full
EEE-	Excelent
EE+	Very Strong
EE	Strong
EE-	Adequate
E+	Insufficient
E	Low
E-	Very low
F	Lowest

Fonte: Standard Ethics

Secondo l'analisi di Standard Ethics, il 60% delle imprese europee ha un rating di EE- o di livello più elevato. Questo vuol dire che più della metà delle imprese prese in analisi risultano integrate con le linee guida internazionali adottando strategie e approcci che contribuiscono alla creazione di un mondo che possa svilupparsi sostenibilmente.

Facendo un riferimento più dettagliato in merito alla classificazione in base ai paesi e al giudizio assoluto, è emerso che Il Regno Unito e la Germania risultano essere i paesi con il più alto numero di imprese a cui è assegnato un "full investment grade" successivamente è possibili osservare Francia, Spagna, Olanda, Italia e Svizzera. Inoltre, tramite un'analisi relativa, l'Italia è l'unico paese con il 100% di imprese presenti nell'indice di riferimento considerate full investment grade rating. Effettuando invece un'analisi del dei settori, il settore bancario ha il numero più

elevato di società full investment grade seguito dal settore assicurativo e delle utilities.¹¹

3.2 Rating di Legalità

In Italia il problema della sostenibilità e della perdita dei valori specialmente nel campo economico ha fatto emergere nel 2012 la necessità di istituire una nuova forma di classificazione aziendale attraverso l'assegnazione di un rating di legalità. L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato rilascia il rating ad aziende che operano secondo i principi della legalità nei rapporti con la pubblica amministrazione attraverso dei punteggi da una a tre stelle in base ai requisiti posseduti dall'impresa. Il rating è rilasciato dalla società sotto richiesta della società a condizione che si iscriva nel registro delle imprese. L'ottenimento della prima stella si ottiene in base ad una dichiarazione dell'azienda in cui si sostiene che l'azienda e i soggetti rilevanti della stessa non possono essere destinatari di sentenze di condanna o misure cautelari. È anche necessario che l'impresa nei due anni precedenti la richiesta non sia stata condannata per illeciti antitrust gravi e *“non dovrà avere subito accertamenti di un maggior reddito rispetto a quello dichiarato, né avere ricevuto provvedimenti di revoca di finanziamenti pubblici per i quali non abbia assolto gli obblighi di restituzione”*¹². Per incrementare il punteggio ottenuto l'azienda deve rispettare i seguenti requisiti:

- Rispettare i contenuti del Protocollo di legalità sottoscritto dal Ministero dell'Interno e da Confindustria;
- Utilizzare sistemi di tracciabilità dei pagamenti;
- Adottare una struttura organizzativa che effettui il controllo di conformità delle attività aziendali a disposizioni normative applicabili all'impresa;
- Essere iscritta in uno degli elenchi di fornitori, prestatori di servizi ed esecutori di lavori non soggetti a tentativi di infiltrazione mafiosa;

¹¹ Fonte dell'analisi: Standard Ethics

¹² Raffaella Papa, Il Rating di legalità

- Adottare codici etici di autoregolamentazione adottati dalle associazioni di categoria.

La valutazione ha una durata biennale con la possibilità di essere rinnovata.

Al termine del 2017 le imprese con rating di legalità sono 4793 e con una particolare concentrazione in Emilia-Romagna (14%), Lombardia (14,3%) e Veneto (12%).¹³

3.3 Il bilancio di impatto e i metodi di rendicontazione

La rendicontazione della RSI avviene attraverso la redazione del bilancio di impatto, un documento che nasce dalla necessità di informare i propri stakeholders della creazione di valore sostenibile della società. Il bilancio di impatto ha come obiettivo la misurazione della capacità di un determinata impresa di produrre impatti positivi sui contesti socioeconomici nei quali opera. Per questo svolge una duplice funzione: una funzione interna volta alla pianificazione delle attività aziendali, ed una funziona esterna ai fini di informare i propri stakeholders dei risultati raggiunti. È uno strumento di natura predittiva, strettamente legato alle scelte che la società vorrà compiere nel futuro attraverso l'utilizzo di metriche che qualificano le esternalità positive in favore della comunità e dei territori di appartenenza. Inoltre, ha l'importante compito di coinvolgere gli azionisti e la comunità che la circonda nell'attività dell'impresa con lo scopo di costruire un legame forte e duraturo fondato sul dialogo. Attraverso la redazione del bilancio, inoltre, la società cerca di portare a termine gli obiettivi in virtù della relazione che la lega con i propri azionisti e della promessa fatta alla comunità di appartenenza.

Si distingue dal bilancio sociale perché quest'ultimo è incentrato sulla descrizione di specifiche azioni di responsabilità sociale, senza alcuna misurazione del relativo impatto generato mentre il bilancio di impatto fa riferimento ad una valutazione

¹³ Raffaella Papa, Il Rating di legalità

economico-quantitativa dei cambiamenti e dei risultati generati nel mercato di riferimento.

La redazione di documenti di rendicontazione non finanziaria ha forza di legge a seguito della direttiva Europea 2014/95/UE e il successivo decreto legislativo n.254 del 2016 entrato in vigore con la rendicontazione del bilancio relativa al 2017.

Ai sensi del decreto legislativo gli enti di interesse pubblico che durante l'esercizio finanziario hanno avuto in media un numero di dipendenti superiore a cinquecento e "alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro" devono redigere annualmente una rendicontazione non finanziaria delle attività svolte.

Il decreto, con l'obiettivo di rendere più chiara la comprensione dell'attività di impresa, indica i temi che deve ricoprire: ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione. In merito alla modalità di rendicontazione e ai principi da seguire non pone direttive o obblighi, si limita a sottolineare che in esso devono essere descritti il modello aziendale di gestione ed organizzazione dell'attività. Sostiene però che la scelta degli indicatori di prestazione è effettuata anche tenendo conto, ove opportuno, degli orientamenti emanati dalla Commissione europea in forza di quanto previsto dalla direttiva 2014/95/UE.

Come si evince anche dal decreto, non è presente una via univoca per la redazione ma esistono tre principali modelli:

- Metodi di processo: in cui si identificano tutte le variabili ed i fattori che portano alla creazione di output. Questi modelli misurano l'efficienza e l'efficacia dei processi operativi confrontando input, attività e output.

Il metodo più conosciuto è il GRI reporting framework: un modello di rendicontazione che si propone di essere conosciuto a livello universale dalle diverse aziende appartenenti a dimensioni, stati e settori diverse con l'obiettivo di raggiungere una corretta rendicontazione della sostenibilità e della trasparenza aziendale. È fondato sui principi di materialità, inclusività degli stakeholder, completezza, equilibrio, chiarezza, comparabilità, reliability e accuratezza.

- Metodi di impatto: si utilizza per identificare gli out come del progetto e misurano l'impatto ottenuto da un'iniziativa aziendale. Il modello più conosciuto è il measuring impact framework. È un sistema di rendicontazione

basato su quattro fasi che prevedono la definizione degli argomenti dell'analisi, la misurazione di impatti diretti e indiretti, la valutazione del contributo effettivo e l'implementazione di azioni di risposta.

- **Metodi di monetizzazione:** in cui è assegnato un valore monetario agli out come quantificando i benefici sociali e rapportandoli con i costi operativi e i costi sostenuti. Il più utilizzato è il ritorno sociale dell'investimento che verrà analizzato nel dettaglio in seguito.

3.3.2 Il metodo del ritorno sociale dell'investimento (SROI)

Il metodo del ritorno sociale dell'investimento (SROI) ha come obiettivo la misurazione degli effetti prodotti dall'investimento sostenibile aziendale. La fase iniziale prevede la definizione del campo di analisi attraverso il principio di materialità e l'individuazione degli stakeholder. Il campo di analisi rappresenta l'insieme degli elementi che l'impresa può prendere in considerazione per definire le priorità di analisi. Questa prima fase, pertanto, prevede l'attenzione a diversi aspetti. Ad esempio, prima di intraprendere un'analisi, è importante capire cosa ci spinge a farla, cosa si vuole dimostrare e quali sono gli aspetti su cui ci si vuole soffermare. Inoltre, è importante definire quali possano essere i destinatari di questo documento e, una volta identificati, capire come poter comunicare con loro. Un altro aspetto fondamentale è la definizione dell'identità aziendale attraverso una dichiarazione esplicita della propria mission e della propria vision, indicando i valori chiave e gli obiettivi prestabiliti; comunicare al pubblico cosa si rappresenta e cosa voler diventare. Questo punto è molto importante per l'azienda perché è necessario che essa stessa comprenda cosa vuole rappresentare, cosa vuole che i suoi stakeholders trovino nel suo operato, a quali valori vuole essere associata. Infatti, se l'azienda ha chiara la sua identità ha la possibilità di intraprendere iniziative coerenti con i valori a cui è associata in modo da poter intraprendere un percorso che possa essere credibile. Successivamente, per completare il campo di analisi, l'azienda dovrà indicare le risorse che vuole utilizzare per lo svolgimento dell'attività precisandone e modalità di utilizzo e la disponibilità di reperimento. Infine, dovrà determinare il tempo necessario per raggiungere i propri obiettivi e l'ampiezza delle attività delle attività su cui si vuole concentrare in modo tale da fornire delle coordinate temporali e spaziali ai propri stakeholders.

Il secondo punto del metodo prevede un focus sugli stakeholders, i quali ovviamente ricoprono un ruolo centrale in quanto sono loro che vivono il cambiamento e influenzano positivamente o negativamente l'attività aziendale. Quindi, sarà necessario identificare quali sono i soggetti che hanno, o potenzialmente potrebbero avere, interesse verso la società e successivamente stabilire un metodo in grado di coinvolgerne il più elevato numero possibile nel perseguimento dei benefici sociali. Il coinvolgimento di tutti sarà estremamente difficile per questo si dovrà ricorrere ad una scrematura che prevede la classificazione degli stakeholders in base all'outcome di ciascuno e in base alla compatibilità con il campo.

Il livello di coinvolgimento sarà successivamente riassunto da una matrice di materialità che identifica gli stakeholders in base all'attività del campo di analisi di riferimento. I potenziali argomenti rilevanti sono indicati tenendo in considerazione l'analisi del benchmark di settore e i questionari somministrati ad un campione circa la rilevanza di attività sostenibili per l'impresa e per gli stakeholders.

Una volta completata la matrice si determinano le strategie definite prioritarie per lo sviluppo sostenibile dell'impresa.

Le strategie sono decise in base al grado di impatto che gli stakeholders hanno sulla società proponendosi di comprendere in quale misura e attraverso quali modalità incidono sulle attività. La mappatura avviene attraverso un'analisi dell'impatto che si può stimare sull'*input* e sull'*outcome*. Con riferimento all'*input* si vuole identificare con cosa gli stakeholders stanno contribuendo affinché l'attività sia possibile in termini di tempo, denaro ecc.

Per quanto riguarda l'*outcome* è l'unico mezzo che determina che il cambiamento sta veramente avvenendo e rappresenta, quindi, la misura del cambiamento. Un esempio potrebbe essere un'attività di formazione che permette ad un soggetto di trovare lavoro. In relazione agli *outcome* è poi necessario stabilirne gli indicatori, la durata e la rilevazione dei dati. Successivamente avviene la misurazione degli *outcome*. Prima di tutto è necessario calcolare il *deadweight* ovvero il valore espresso in percentuale di *outcome* che si sarebbe verificato anche senza il necessario svolgimento dell'attività per stimare il *deadweight* sarebbe importante verificare l'andamento storico dell'indicatore e osservare se negli anni si è registrato uno scostamento dal valore di partenza in corrispondenza dell'inizio dell'attività. All'aumentare del *deadweight*, il contributo dell'attività all'*outcome* declina. Quando è consistente, vuol dire che

l'*outcome* non è più significativo per l'analisi. Sarà misurato come una percentuale dell'*out come* analizzato che sarà dedotta dalla quantità totale dell'*out come*.

Un'altra componente dell'impatto è lo spiazzamento e misura quanto l'*out come* preso in analisi spiazzi altri *out come*. Viene successivamente calcolata l'attribuzione che misura la quantità di *out come* proveniente da attività di altre organizzazioni. Anche in questo caso sarà estremamente complesso ottenere una valutazione completa e accurata dell'attribuzione, infatti, questo indicatore serve solamente per dare consapevolezza all'impresa facendole capire che non può essere la sola a contribuire al cambiamento. È però utile per verificare l'inserimento di tutti gli stakeholders rilevanti.

Infine, è necessario considerare come con il trascorrere del tempo la quantità dell'*out come* possa diminuire per questo si utilizza uno strumento chiamato *drop-off* per contabilizzare il deteriorarsi delle attività aziendali volte a produrre un determinato *out come*. Se si volesse fare un paragone con la rendicontazione civilistica quest'ultimo corrisponderebbe all'ammortamento. Infatti, è solitamente calcolato deducendo una percentuale fissa dal livello rimanente dell'*outcome* alla fine di ogni anno.

Una volta calcolati gli indicatori è possibile valutare l'impatto delle attività attraverso una semplice operazione:

$(\text{Tot. Out come} \times \text{proxy finanziaria} - \% \text{ deadweight}) - \% \text{ attribuzione}$

Per calcolare lo SROI sarà in primo luogo necessario proiettare il valore degli *out come* ottenuti nel futuro deducendo di anno in anno il *drop-off* una volta calcolato il valore dell'impatto sarà poi necessario calcolare il valore attuale e il valore attuale al netto dei costi e benefici.

Lo SROI sarà dato dal rapporto tra il Valore attuale e il valore degli input:

$\text{SROI} = \text{VA} \div \text{Valore input}$

3.3.2 Focus sul bilancio di impatto attraverso lo studio del caso Ferrari

Per comprendere meglio il meccanismo di rendicontazione, si prenderà in analisi il caso del gruppo Ferrari attraverso lo studio del bilancio di impatto relativo all'anno 2018. La Ferrari è un noto gruppo operante nel settore automobilistico mondiale, famoso per le sue auto ad elevata performance ed elevato lusso. Vanta un brand conosciuto in tutto il mondo sinonimo di Made in Italy.

Il report Ferrari 2018 trasmette, sin dalle prime pagine, il senso di community che si è instaurato con gli anni in virtù della creazione di valore sostenibile da parte dell'azienda con una lettera della società indirizzata ai propri stakeholders con l'obiettivo di dimostrare l'unione in particolare a seguito di un evento spiacevole come il decesso dello storico amministratore delegato Sergio Marchionne. La lettera prosegue con un invito a guardare al futuro riassumendo le prospettive e gli obiettivi prefissati per incrementare il successo del brand.

Il report continua con la descrizione del gruppo Ferrari e la definizione della mission e della vision d'impresa *"We build cars, symbols of Italian excellence the world over, and we do so to win on both road and track. Unique creations that fuel the Prancing Horse legend and generate a "World of Dreams and Emotions" "*¹⁴

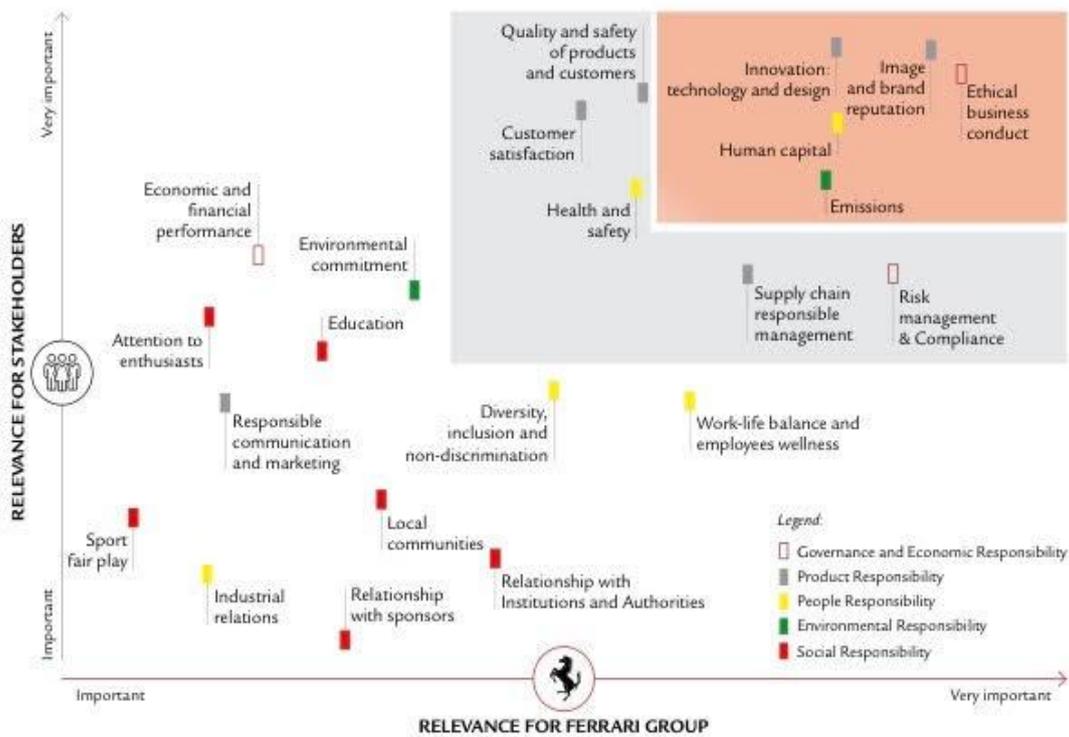
Indica i valori chiave dell'impresa sostenendo che gli individui sono le risorse più importanti per raggiungere grandi risultati attraverso una visione del lavoro in grado di premiare il merito, le competenze e la crescita personale. Inoltre, si impegna nel rispetto dei valori di onestà, lealtà e consistenza garantendo un futuro sostenibile.

Successivamente identifica il campo di azione dividendo il business in primo luogo in base ai prodotti ovvero auto sportive, le GT range, le Special Series e le Incona, in secondo luogo in base alle attività e quindi la formula1, la vendita, accordi di licenza e i parchi a tema.

Una volta definito il campo di analisi, si procede con la matrice di materialità per identificare i temi rilevanti per la sostenibilità aziendale. La matrice che segue è stata redatta dal gruppo Ferrari in considerazione dell'analisi di benchmark di settore, di UN

¹⁴ Report Ferrari 2018, Mission

Sustainable Goals e un questionario indirizzato al gruppo e categorie campionarie di stakeholders.



Fonte: Report Ferrari 2018

La matrice evidenzia i temi più rilevanti per il gruppo e per gli stakeholders in particolare sono associati alla brand reputation, all’innovazione, alla qualità e alla sicurezza dei prodotti offerti, alla soddisfazione dei consumatori e ad una direzione del management responsabile. Inoltre, da quanto si evince dalla matrice, il gruppo dovrebbe prestare attenzione ai comportamenti etici e alle risorse umane e alla diminuzione delle emissioni di sostanze nocive.

Dopo aver identificato i temi rilevanti è possibile delineare una strategia e mostrando i risultati raggiunti durante l’anno. In particolare, lo studio si soffermerà sull’attenzione del gruppo verso le risorse umane che all’interno dell’azienda assumono un ruolo centrale. *“L’azienda è composta primo dagli uomini che ci lavorano, poi dai macchinari ed infine dai muri”* ¹⁵

¹⁵ Enzo Ferrari

Il successo dei prodotti Ferrari è dato dalle persone che ci lavorano essendo il vero valore aggiunto per il gruppo. Per questo la società ha contribuito a rendere il luogo di lavoro un posto piacevole grazie la creazione di spazi verdi. Ha istituito la formula benessere per garantire forme di prevenzione e sostegno sanitario ai dipendenti e alle famiglie. L'attenzione verso i dipendenti è volta anche ad incrementare la crescita personale dei singoli attraverso corsi di formazione e l'inaugurazione di MBA "Ferrari Corporate executive" e la scuola dei mestieri. Con riferimento a quest'ultima, la scuola dei mestieri è un'iniziativa nata nel 2009 con l'obiettivo di formare giovani talenti incrementandone la professionalità e di motivare i dipendenti senior offrendogli la possibilità di essere "maestri" per i ragazzi. I risultati di questa iniziativa sono stati molto soddisfacenti e negli ultimi anni il tasso di partecipazione è aumentato del 40%.

Inoltre, per il gruppo le generazioni di dipendenti del domani sono motivo di interesse anche nel presente e lo ha dimostrato con l'assegnazione di 43 borse di studio e finanziamenti per fornire libri di testo nelle scuole.

Un ultimo aspetto da prendere in considerazione è l'attenzione dell'azienda verso la salute e la sicurezza dei propri dipendenti. È per questo motivo che l'azienda promuove dei corsi per la prevenzione degli incidenti sui luoghi di lavoro e il management si riunisce spesso per migliorare sempre di più le condizioni dei propri lavoratori. In questo modo l'azienda nel 2018 non ha registrato incidenti gravi o mortali in tutti i suoi stabilimenti.

Il caso Ferrari permette di comprendere come funziona la redazione di un bilancio di impatto ma la metodologia si distanzia per diversi aspetti dal caso teorico analizzato. Questo è dovuto all'assenza di principi di rendicontazione omogenei che rendono difficile l'univocità della misurazione dell'impatto.

Infatti, le forme di misurazione dell'impatto sociale hanno incontrato numerosi ostacoli che ne hanno limitato la diffusione proprio a causa della scarsa regolamentazione, sia a livello nazionale che internazionale, e della soggettività della valutazione. Eppure, nonostante le difficoltà, le imprese e le istituzioni si stanno impegnando per garantire una migliore rendicontazione.

Nel 2012 la Commissione Europea ha indicato che una misurazione di impatto sociale può essere efficace solo nei casi in cui risulti essere pertinente e derivante dai risultati che sta misurando, utile per soddisfare le esigenze degli stakeholders interni ed esterni, semplice, naturale derivante dal risultato, certa, trasparente e basata su prove.

2.3 Benefici economici per le imprese Etiche

Nonostante l'obiettivo delle imprese abbia assunto un senso più ampio non si può non considerare l'aspetto economico per evitare che si cada in una visione utopistica e non fedele alla realtà. Per un'azienda infatti il ritorno economico continua ad essere importante proprio perché necessario per il proseguimento dell'attività e per la contribuzione alla creazione del valore. Per questa ragione è importante valutare le performance delle imprese etiche per comprendere se il perseguimento di iniziative sostenibili sia conveniente anche per l'impresa.

Per verificare l'ipotesi secondo la quale essere sostenibili permette di avere una performance maggiore si ricorrerà ad uno studio dei costi e benefici e successivamente un'analisi empirica che confronterà gli indici di redditività di imprese ritenute etiche e di altre non conformi ai criteri di valutazione secondo l'agenzia di rating Standard Ethics.

2.3.1 Analisi Costi e Benefici

Essere sostenibili per un'impresa ha numerosi costi in chiave economica e in chiave temporale. Infatti, identificare e selezionare i bisogni e gli interessi dei propri stakeholders non è semplice in virtù della vastità e complessità di persone che circondano l'azienda e che si interessano al suo operato. Inoltre, all'interno dello stesso gruppo di stakeholders ci saranno dei sottogruppi con preferenze diverse. Ad esempio, per quanto riguarda i dipendenti ci sarà chi preferisce che l'azienda metta a disposizione incentivi economici per i propri bisogni personali oppure chi preferisce

avere degli incentivi sotto forma di beni. Conciliare gli interessi delle sottoclassi degli stakeholders è compito fondamentale dell'azienda per delineare gli obiettivi strategici; per questo, per identificare gli interessi più comuni tra le varie categorie, effettua delle analisi di mercato, divulga questionari interni anonimi per capire quali sono i punti su cui operare, genera sistemi di feedback per i consumatori ecc. Nonostante gli elevati costi di informazione, il perseguimento di azioni sostenibili è estremamente importante per l'azienda in quanto influenza notevolmente la sua reputazione aziendale. Costruire una brand reputation forte è determinante per il successo dell'azienda perché i valori che esprime un determinato brand delineano la motivazione che spingerà gli investitori a scegliere di impiegare il loro denaro in quel prodotto o in quelle azioni. Inoltre, la reputazione per un'azienda è diventato un asset intangibile che permette di generare valore per l'azienda stessa. Ad esempio, ad una azienda con una reputazione positiva corrisponde un maggiore risultato di vendita o livelli di ROA elevati in virtù della considerazione che i clienti avranno per quel marchio. Inoltre, valori positivi permetteranno di essere considerata meno rischiosa rispetto ad un'altra. La sostenibilità determina fortemente il valore della reputazione infatti il perseguimento di condotte sostenibili come ad esempio chi promuove l'uguaglianza e la pace, chi denuncia pubblicamente le ingiustizie o chi si muove attivamente per l'ambiente è considerata un'azienda con dei buoni principi e ciò le permetterà di vedere incrementato il suo valore. Al contrario, come si è già visto nei paragrafi precedenti, iniziative non etiche causano il crollo del valore della brand reputation e delle quotazioni aziendali. Un esempio molto recente è stata la campagna pubblicitaria di Dolce&Gabbana creata in occasione di un'importante sfilata a Shanghai. Prima dell'evento sono stati mandati in onda tre video chiamati "*Eating with Chopsticks*" in cui una ragazza cinese tenta di mangiare con le bacchette cibi italiani con risultati deludenti. I video sono stati ritenuti offensivi dai cinesi in quanto mostrano un'immagine stereotipata della cultura cinese con sfondi sessisti. La campagna, infatti, rappresentava una donna cinese svampita e impacciata in tutte le sue azioni e il video si concludeva con una battuta fuori campo a sfondo sessuale. Inoltre, dopo che i video sono stati ritirati dal web la polemica non si è placata perché attraverso una conversazione Instagram tra Stefano Gabbana e un'importante giornalista cinese lo stilista definisce la Cina "ignorante, mangia-cani e mafiosa". Naturalmente tutto questo ha provocato una reazione molto forte da parte del popolo cinese ma anche da parte di influencer e modelle che hanno deciso di non presentarsi alla sfilata,

successivamente annullata dal governo cinese. Tutto ciò ha portato numerosi problemi per Dolce& Gabbana in termini di reputazione poiché è stata associata a valori negativi come il razzismo. Inoltre, la società, oltre ad aver perso dei potenziali clienti o investitori, ha perso anche dei partner (modelle e influencer) che erano fonte di sponsorizzazione che dopo la campagna pubblicitaria non vogliono più essere associati ai valori negativi portati avanti dal brand. Pertanto, la difesa di determinati valori è estremamente importante per l'azienda anche in base alla relazione con i propri stakeholder. Un altro beneficio proveniente dalla RSI, infatti, è la possibilità di instaurare un rapporto stabile e duraturo con la propria comunità di riferimento.

Ulteriori livelli di costo provengono dalle risorse umane. Le aziende hanno con il tempo mutato la considerazione di questa risorsa fino a vederla come un elemento chiave e strategico per il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Per questo è importante prestare particolare attenzione al loro soddisfacimento per incrementarne il benessere e di conseguenza produttività e performance. Numerose aziende sostengono elevati costi per i servizi supplementari ai dipendenti per offrire la possibilità di lavorare con più serenità e incentivi per il lavoro svolto. Diverse compagnie fanno riferimento ad un'idea di welfare che prevede che la società si prenda cura dei propri dipendenti. Ad esempio, Eni supporta iniziative di welfare considerando i propri dipendenti come un vero e proprio valore strategico per l'impresa e rendendo i valori della famiglia e del benessere come punti cardine per il proprio business. Per questo l'azienda investe molto in iniziative che supportano la famiglia per permettere di conciliare vita privata e vita professionale come la realizzazione di un nido aziendale per bambini dai 0 ai 6 anni in grado di garantire la massima flessibilità essendo aperto durante tutto l'anno dal lunedì al venerdì. L'azienda, inoltre, mette a disposizione dei soggiorni e camp estivi per i figli dei dipendenti per permettere ai bambini di divertirsi e fare vacanze anche se i genitori devono lavorare. In aggiunta, si mette a disposizione anche un piano di salute e benessere per promuovere la tutela della salute del personale e delle loro famiglie promuovendo campagne di prevenzione come il piano di diagnosi oppure l'investimento per la promozione di modelli e stili di comportamento che garantiscono il benessere quotidiano come un'elevata qualità dei servizi di ristorazione aziendale e la possibilità di sottoscrivere abbonamenti sportivi. In questo modo, nonostante i livelli di costo possano sembrare elevati, in realtà per Eni, e per tutte le altre imprese che agiscono in questo modo, questo rappresenta un guadagno in quanto data una visione

a lungo termine dell'impresa è meglio prevenire patologie che utilizzare più fondi per assistenza medica e sostituzioni.

Un altro beneficio estremamente importante da considerare riguarda il beneficio fiscale che si può ottenere tramite iniziative etiche. Ad esempio, l'utilizzo di macchinari non inquinanti oppure l'impegno nella riduzione di emissione di CO₂, permette di ottenere delle detrazioni fiscali.

Alla luce di quanto detto possiamo dire che i benefici sembrerebbero essere molto più rilevanti rispetto ai costi.

2.3.2 Analisi redditività

Un altro strumento efficace per comprendere il reale beneficio delle imprese ad operare secondo principi etici è l'analisi della redditività. Infatti, la creazione del reddito rimane un punto focale per l'attività di impresa e la capacità di generarlo efficientemente può essere un valore aggiunto per l'impresa stessa. Pertanto, l'analisi della redditività si pone l'obiettivo di misurare l'attitudine dell'impresa a generare nel tempo risorse sufficienti a remunerare i fattori produttivi.

Allo scopo della trattazione, si dimostrerà come le imprese che sono state valutate più etiche dall'agenzia di rating "Standard Ethics" registrano in media una redditività maggiore e come tale aumento di valore dell'indicatore sia correlato con il grado di eticità di impresa. Lo scopo quindi è quello di dimostrare come perseguire comportamenti etici possa portare vantaggi non solamente sociali ma anche economico finanziari.

Per questo si userà come strumento di analisi l'indice di redditività ROE (return on equity) infatti, il ROE misura la redditività effettivamente ottenuta dall'impresa in quanto rappresenta il rendimento dell'investimento effettuato inizialmente dai soci. Per dimostrare come le imprese etiche siano più redditizie lo studio prevede in primo

luogo, una classificazione delle imprese facenti parti del campione in base alla classe di rating di appartenenza. Successivamente, si procederà per ciascuna impresa al calcolo del ROE prendendo come riferimento temporale il triennio 2016-2018 e osservando l'andamento in base al ROE medio dell'impresa. Dopo aver verificato le medie e aver osservato il comportamento dell'indicatore al variare dell'eticità dell'impresa si verificherà l'esistenza di una correlazione tra la redditività e l'eticità aziendale.

L'analisi è stata condotta su un campione di 29 imprese alle quali è stato attribuito un punteggio in base alla misura in cui si sono impegnate per uno sviluppo etico e sostenibile della propria comunità di riferimento.¹⁶

Tabella 3.2

COMPANIES	RATING
ADECCO	EEE-
UNIPOLSAI	EE+
ENEL	EE+
ENI	EE+
EXPERIAN	EE+
ADIDAS	EE
AXA	EE
BBVA	EE
DANONE	EE
PHILIPS	EE
BAYER	EE-

¹⁶ La selezione delle imprese è avvenuta in base alle valutazioni di Standard Ethics presenti sul sito nella sezione "Press Releases". Il campione ristretto è dovuto alla mancanza di numerose valutazioni svolte dall'agenzia di rating in virtù dell'innovatività dello strumento. Pertanto, tale indagine e i conseguenti risultati non si propongono di essere considerati in modo univoco ma fanno unicamente riferimento al campione osservato.

BMW	EE-
NESTLE'	EE-
TOTAL	EE-
VOLVO	E+
KERING	E+
EDF	E+
UBS GROUP	E+
VIVENDI	E+
CREDIT SUISS	E+
BHP GROUP	E
L'OREAL	E
RIO TINTO	E
ORANGE	E-
VOLKWAGEN	E-
RKOS	E-
DEUTCHBANK	E-
SONAFI	F

Le imprese considerate etiche sono quelle imprese che hanno ottenuto una valutazione appartenente all'intervallo (EEE, EE-) al contrario le imprese

appartenenti all'intervallo (E+, F) sono state ritenute non etiche. Successivamente è stato calcolato il ROE medio¹⁷ relativo al triennio di riferimento per ogni impresa.

Tabella 3.3

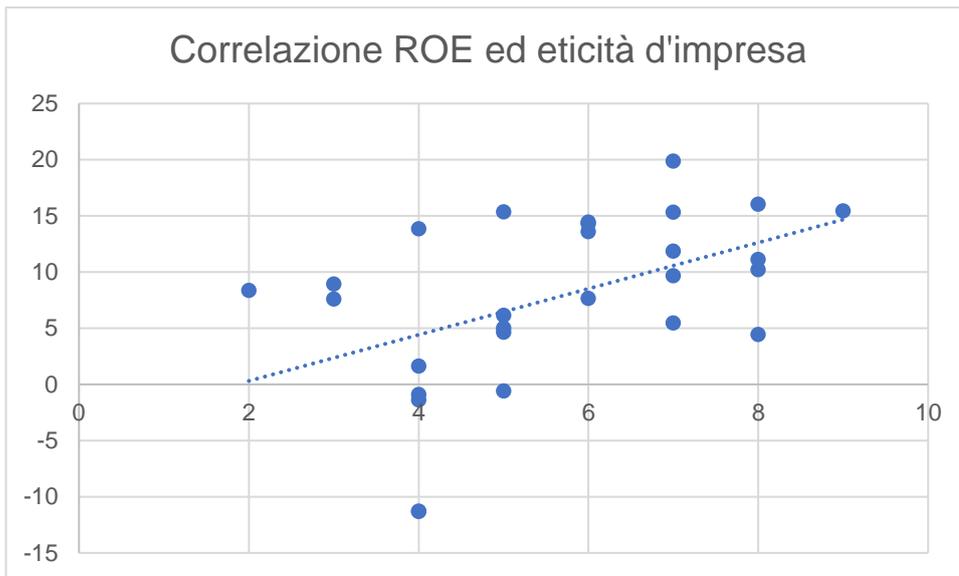
COMPANIES	ROE MEDIO
ADECCO	15,47
UNIPOLSAI	11,13
ENEL	10,23
ENI	4,46
EXPERIAN	16,05
ADIDAS	19,89
AXA	5,47
BBVA	9,68
DANONE	15,34
PHILIPS	11,88
BAYER	13,6
BMW	14,32
NESTLE'	14,46
TOTAL	7,67
VOLVO	15,37

¹⁷ Il calcolo della media del ROE relativo al triennio è stata ottenuta tramite l'osservazione degli indici di redditività delle imprese analizzate riportate nel database di Orbis <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis> ed è espresso in punti percentuali.

KERING	6,17
EDF	-0,58
UBS GROUP	5,02
VIVENDI	4,67
CREDIT SUISS	-1,37
BHP GROUP	-11,29
L'OREAL	13,87
RIO TINTO	-11,29
ORANGE	7,61
VOLKWAGEN	8,94
RKOS	1,66
DEUTCHBANK	-0,89
SONAFI	8,38

Il campione ha registrato una media pari a 7,7. Se si uniscono le informazioni ottenute circa il valore del ROE e le valutazioni etiche è possibile fare qualche considerazione sui dati ottenuti. Infatti, si può facilmente riscontrare che la maggior parte delle imprese etiche hanno registrato una media del ROE superiore alla media del campione a differenza delle imprese non etiche che hanno riportato una media minore rispetto alla media campionaria.

Alla luce di quanto riscontrato sembrerebbe che l'eticità abbia delle ripercussioni positive sul reddito d'impresa dimostrato da un valore del ROE in media più elevato nei casi di imprese etiche. Il calcolo dell'indice di correlazione, come riportato dal grafico che segue, dimostra l'esistenza di una relazione lineare tra la redditività e l'eticità.



In conclusione, è possibile affermare che nel caso studiato l'eticità porti dei benefici all'azienda anche in termini di redditività contribuendo inoltre ad incrementare il valore e la crescita dell'azienda.

4) Le previsioni per il futuro

4.1 L'intervento del Parlamento Europeo e gli obiettivi di Agenda 2030

Seppur la materia non sia ancora ben regolamentata, la finanza sostenibile sta muovendo i suoi primi passi nel mondo e sembrerebbe essere destinata ad essere considerata su larga scala da tutti gli operatori economici. Oltre all'attenzione in crescita dimostrata da parte degli investitori e dalle imprese, rispetto anche ai relativi vantaggi, si prevede che la finanza sostenibile possa continuare ad avere un elevato successo anche in virtù della corrente crisi ambientale. Gli accordi di Parigi del 2015 sono stati il punto di partenza per una presa di coscienza anche da parte delle istituzioni sovranazionali. Attraverso questi accordi, 195 paesi hanno adottato il primo accordo universale e giuridicamente vincolante. I paesi coinvolti hanno concordato di impegnarsi nei prossimi anni affinché il collegamento con le politiche odierne possa avere ripercussioni nulle sul clima entro la fine nel secolo. Pertanto, l'accordo fissa obiettivi che permettano di ridurre le emissioni nocive globali e di mantenere l'aumento di temperatura medio globale al di sotto dei 2°C. Inoltre, si pongono degli obiettivi in termini di trasparenza riconoscendo e mettendo alla luce i reali impatti, positivi o negativi, delle proprie attività.

Anche l'ONU si è mosso verso questa direzione per promuovere lo sviluppo sostenibile attraverso il programma di azione sottoscritto dai paesi membri nel 2015 "Agenda 2030". All'interno di questo programma sono stati sviluppati 169 piani d'azione per raggiungere 17 obiettivi entro il 2030. Gli obiettivi riguardano:





Alla luce degli impegni presi, il Parlamento Europeo ha considerato la responsabilità sociale d'impresa mezzo fondamentale per lo sviluppo della finanza sostenibile all'interno dei metodi di risoluzione dei problemi economici monetari. Infatti, attraverso la relazione del 4 maggio 2018 la Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo sottolinea l'importanza della finanza sostenibile e della sua regolamentazione per garantirne un'efficienza in termini di investimenti e sviluppo. La Commissione è stata mossa anche da iniziative proposte e portate avanti dagli stati membri come l'adozione del "Piano di vigilanza" in Francia¹⁸, il "Modernslavery Act" nella Gran Bretagna e l'accordo olandese per la sostenibilità nel settore tessile; a livello internazionale come gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Sono stati svolti anche numerosi studi che hanno dimostrato come l'esposizione combinata degli investitori europei ai settori ad alta intensità di carbonio ammonta al 45 % circa e che meno dell'1 % delle partecipazioni degli investitori istituzionali è costituito da attivi di infrastrutture verdi. Un altro elemento importante che ha posto le basi per inserire la finanza sostenibile tra i pilastri comunitari sono state le prime emissioni di green Bond da parte della BCE. Per la Commissione è estremamente importante fornire un quadro politico opportuno che permetta di indirizzare i capitali verso l'investimento di lungo termine finalizzato ad incrementare l'innovazione e che possa essere rispetto delle dimensioni sociali ed ambientali. Data l'enorme potenzialità degli investimenti sostenibili è estremamente importante lo sviluppo di una situazione politica, normativa e di vigilanza che possa tenere conto delle diversità delle regioni europee e della loro ambizione. Lo sviluppo sostenibile si può verificare solo attraverso l'efficienza dei mercati che devono essere in grado di

¹⁸ Si fa riferimento alla legge entrata in vigore nel 2017 in Francia riguardo l'obbligo di vigilanza delle imprese con l'obiettivo di arginare i casi di violazione dei diritti umani

rispecchiare i valori dell'equità e dell'inclusione comprendendo gli indicatori ambientali, sociali, di governance e facendo attenzione al costo finanziario e sociale che si potrebbe avere in caso di non azione. Pertanto, è necessario porre al centro della politica economica, fiscale e monetaria la promozione della finanza sostenibile agevolando l'allocazione del capitale verso investimenti in tecnologie ed imprese più sostenibili e favorendo la cooperazione tra il settore pubblico e quello privato.

In aggiunta, la Commissione Europea riconosce i limiti presenti del sistema, caratterizzato da una mancanza di indicatori e tassonomia di sostenibilità universali e per questo si pone l'obiettivo di raggiungere un'omogeneità di valutazione entro la fine del 2019 basandosi su indicatori in grado di mostrare il pieno impatto degli investimenti e che consentano di confrontare i vari progetti presenti. In merito a questo si ritiene necessario lo sviluppo di organi di vigilanza in grado di monitorare l'attività delle imprese in maniera attiva e responsabile.

4.1.2 I green bond: definizione e l'analisi dell'impatto

Inoltre, la Commissione ha sottolineato come l'offerta di prodotti finanziari sostenibili possa essere di grande impatto per il potenziamento delle infrastrutture sociali europee e promuovere investimenti e innovazioni nei settori strategici in modo da incrementare il benessere della comunità. Infatti, il documento promuove l'emissione e l'investimento in strumenti finanziari innovativi che stanno avendo molto successo: i green bond.

I green bond sono obbligazioni la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente. In particolare, permettono di finanziare progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, prevenzione e controllo dell'inquinamento e all'utilizzo sostenibile dell'acqua o dell'edilizia eco-compatibile. Il rendimento del green bond è strettamente legato all'andamento del progetto infatti una volta negoziato in borsa la società emittente in base ai proventi dell'emissione selezionerà i progetti verdi in cui investire. I primi green bond sono stati emessi da istituzioni sovranazionali tra cui la Banca Mondiale e la Banca Europea per gli Investimenti e successivamente sono avvenute direttamente da singole aziende. In particolare, l'emissione da parte delle grandi imprese ha permesso una maggiore conoscenza e sviluppo del prodotto in tutto il mondo. Per emettere green bond è necessario che vengano indicati con

chiarezza la destinazione dei proventi e la garanzia di trasparenza nella gestione dei proventi rendendo dei report per fornire informazioni agli investitori.

I green bond sono considerati gli strumenti più efficienti ed efficaci nel settore e stanno avendo un elevato successo stimando nel 2018 un'emissione pari a 250 miliardi di dollari. Inoltre, nel 2017 il mercato dei green bond è aumentato dell'85%.

Anche in Italia i green bond hanno raggiunto quote da record. La prima emissione di green bond è avvenuta nel 2014 dalla società Hera, al termine del 2018 è stato registrato un volume di emissione pari a 5,9 miliardi di dollari e nello stesso anno diventa il sesto Stato con più elevati livelli di emissione in Europa con ENEL al primo posto tra le società emittenti. Borsa Italiana, inoltre, negli ultimi anni si è impegnata a sensibilizzare gli emittenti ad essere più trasparenti verso il mercato fornendo indicazioni circa le politiche ESG. Altro passo importante fatto da Borsa Italiana è stato mettere a disposizione strumenti in grado di agevolare la comprensione e l'identificazione dei prodotti sostenibili come l'introduzione di nuovi indicatori, l'accesso al mercato dei Green Bond di Londra e l'elenco dei prodotti green presenti nei mercati MOT e EXTRAMOT.

Per capire il funzionamento di questo strumento innovativo è possibile ricorrere all'analisi del caso Enel, importante per capire il processo di selezione dei progetti e il loro impatto.

Enel ha lanciato i green bond sul mercato italiano il 13 marzo 2017 marcando l'apertura di un nuovo segmento della Borsa Italiana dedicato alla finanza verde. L'obiettivo principale del gruppo Enel, attraverso l'emissione, è il rifinanziamento di 12,4 miliardi di euro in progetti che garantiscono la transizione verso un minore uso di carbonio e la limitazione della emissione di CO₂. Infatti, una volta ottenuti i proventi dall'emissione la società, seguendo i Green Bond Principles¹⁹, selezione dei progetti che ritiene possano avere un impatto significativo sull'ambiente e sull'obiettivo della riduzione di emissioni. I criteri seguiti per la selezione di investimenti sono legati agli impatti che può avere sul cambiamento climatico, sulla protezione delle risorse non rinnovabili e sul numero dei possibili

¹⁹ Principi che danno delle linee guida per la promozione dell'integrità e la trasparenza nel mercato dei Green bond.

beneficiari. La scelta di Enel ovvero gli “Elegible Green projects” sono selezionati in base alle caratteristiche dei progetti che possono essere distinti in:

- Renewable Energy Projects basati sul finanziamento o investimento di progetti in via di sviluppo, di costruzione o di rinforzare l’installazione e il mantenimento della produzione di energie rinnovabili attraverso l’utilizzo di risorse non fossili e risorse energetiche rinnovabili come l’eolico, il solare ecc.
- “Transmission, Distribution e Smart Grid projects” che consistono nel finanziamento o investimento in progetti che mirano a rendere più efficiente l’accesso all’energia elettrica attraverso lo sviluppo e la creazione di networks.
- Innovative Infrastructural projects ovvero il sostegno economico finanziario in progetti che prevedono lo sviluppo, la costruzione e la manutenzione di progetti basati sui trasporti elettrici o ibridi che permettano di migliorare e diminuire i livelli di inquinamento provocato dai mezzi di trasporto sfruttando un’energia pulita. Che siano in grado anche di rinnovare le costruzioni esistenti rendendole più pulite ed efficienti da un punto di vista ambientale.
- Tra i progetti selezionati che sono stati investiti e si sono sviluppati abbiamo il caso The Delfina wind farm. Questo progetto ha preso vita nel 2017 con l’obiettivo di combattere l’emissione di CO2 nell’atmosfera attraverso la costruzione di turbine eoliche della capacità di 180 MW in grado di evitare l’emissione di 140.000 tonnellate di CO2. Il parco eolico è situato nello stato brasiliano di Bahia sfruttando l’inestimabile forza del paese considerato tra i 3 che utilizzano più energia rinnovabile al mondo. Anche la comunità locale ha aiutato molto nell’esecuzione del progetto attraverso consigli e punti di vista con il gruppo consolidando il senso di community e la partecipazione di tutti a tematiche comuni. Inoltre, con l’obiettivo di incrementare lo shared value il gruppo Enel ha deciso di coinvolgere nell’operazione sostenibile anche la popolazione locale offrendo corsi di formazione e per proteggere la biodiversità brasiliana ha portato avanti un processo di protezione delle specie locali in via di estinzione.

I green bond hanno fatto avvicinare alla finanza sostenibile anche i Governi che hanno iniziato ad utilizzarli per promuovere lo sviluppo e la decarbonizzazione. Il primo green bond governativo è stato emesso nel dicembre 2016 dalla Polonia con un'emissione da 750 milioni di euro con scadenza a 5 anni. Il paese invece che attualmente ha più beneficiato dall'emissione di green bond è stata la Francia che con l'emissione da 7,5 miliardi di euro avvenuta nel 2017 con scadenza nel 2032 ha riscosso un enorme successo terminando in poche ore.

Le stime per il futuro auspicate da Climate Bond iniziative sono il raggiungimento di mille miliardi di emissioni di green bond per il 2020.

4.1.3 Le iniziative private: EeMAP

La Commissione Europea ha anche cercato di incoraggiare i privati nello sviluppo e ideazione di iniziative come il caso di EeMAP (Energy efficient Mortgages Action Plan). EeMAP è un'iniziativa portata avanti con lo scopo di contrastare la crisi del settore finanziario e in particolare bancario attraverso l'utilizzo della finanza sostenibile e la fusione di più settori quali quello bancario ed energetico. Ha come idea finale l'istituzione basata su un sistema di finanziamento private bank a livello europeo con lo scopo di incoraggiare la costruzione e lo sviluppo di abitazioni dotate di efficienza energetica. L'iniziativa prevede un elevato coinvolgimento anche del settore bancario proprio in risposta alla crisi che esso stesso ha subito. In particolare, è importante considerare come le banche siano soggette a numerosi tipi di rischi e in particolare al rischio di insolvenza come ha dimostrato la prima parte dell'elaborato. Il rischio di insolvenza rappresenta la peculiarità del settore in quanto le banche sono solite a prestare quantità di denaro con garanzie ma nei momenti di difficoltà non sono sufficienti. L'EEM si propone di limitare il rischio di credito bancario poiché offrendo ai cittadini casa più efficienti a livello energetico si potrebbe beneficiare di una riduzione dei costi come per bollette e quant'altro. In tempi di crisi, quindi, i mutuatari saranno più preparati beneficiando del risparmio e dell'aumento dell'income facendo diminuire il rischio per le banche. Un altro rischio a cui le banche spesso devono far fronte è il rischio legato al valore del proprio asset che potrebbe perdere valore o non avere un valore ottimale. Tuttavia, questo rischio non si verifica in quanto la costruzione e la vendita di casa sostenibili ne aumenta esponenzialmente il valore. Pertanto, l'iniziativa sarebbe data da un punto di incontro tra il lato della domanda che

potrebbe beneficiare di un particolare tipo di mutuo e dal lato dell'offerta che potrebbe essere di grande contributo per il raggiungimento degli obiettivi economico ambientali della comunità europea. Inoltre, questa iniziativa permetterebbe di incrementare la crescita del settore e stimolare l'innovazione del mercato.

4.1.4 L'economia circolare

Infine, tra gli obiettivi delle istituzioni rientra il passaggio ad un nuovo modo di intendere l'economia basata sull'aiuto reciproco della domanda e dell'offerta attraverso un sistema circolare.

Lo sviluppo e l'implementazione di questo sistema economico è possibile solo grazie a una collaborazione tra le due dimensioni. Infatti, a monte, le imprese dovrebbero gestire in modo più efficiente le risorse aumentandone la produttività e riducendone gli sprechi. A valle, invece, i consumatori dovrebbero evitare che tutto ciò che possiede ancora utilità non venga smaltito in discariche che potrebbero causare danni irreparabili ma vengano riconsegnati alle imprese che potrebbero sfruttare elementi intersecchi ancora utili per la nuova produzione.

In sostanza è necessario che l'economia muti da un sistema lineare, il quale parte dalla materia e arriva al rifiuto, ad un sistema circolare in cui le imprese e i consumatori si incontrano e le dimensioni economiche ed ecologiche sono sullo stesso piano. In particolare, il sistema circolare si basa sull'idea che i rifiuti di oggi sono destinati a diventare le risorse di domani minimizzando gli scarti e gli impatti negativi sull'ambiente.

L'applicazione di questo modello richiede un cambiamento radicale delle abitudini dei consumatori e delle strategie delle imprese molto difficile da implementare soprattutto a causa di modi di concepire il processo produttivo o il processo di consumazione in maniera totalmente differente. Lo sviluppo di questo nuovo sistema sarà possibile grazie alla modifica dei business model delle imprese basati sul leasing e la condivisione e allo sviluppo di eco design in grado di riparare ed utilizzare i prodotti più facilmente. Dal lato dei consumatori il cambiamento sarà possibile solo grazie ad una maggiore sensibilizzazione sul tema ed una educazione a questo tipo di cultura a partire dalle scuole.

Seppur sia ancora un obiettivo molto lontano da raggiungere l'economia circolare è destinata a diventare il sistema economico del futuro in grado di garantire uno sviluppo

sostenibile e una maggiore attenzione all'ecosistema che per tanti anni è stato danneggiato dai sistemi economici precedenti.

Conclusioni

Alla luce di quanto analizzato all'interno della trattazione, è possibile considerare l'introduzione della sostenibilità nel sistema finanziario un'efficace strategia in grado di rispondere alle problematiche attuali, di incrementare l'attenzione verso le generazioni future ed eliminare i pregiudizi che si sono abbattuti sul sistema finanziario tradizionale attraverso un nuovo utilizzo delle risorse e una maggiore attenzione da parte delle imprese ai problemi sociali. Con la finanza sostenibile, infatti, nasce una nuova visione di impresa che diventa il mezzo in grado di portare benefici alla comunità di appartenenza e di offrire servizi di assistenza in un'ottica di lungo termine. Inoltre, come dimostrato nella trattazione i benefici della sostenibilità sono misurabili in virtù delle competenze e delle linee di comportamento trasversali adottate all'interno del sistema economico. Infatti, il sistema finanziario non è legato solamente agli aspetti economici o all'attività di impresa, ma ciò che fa l'impresa influenza il sistema che la circonda. In questo modo, la finanza sostenibile apre le porte in primo luogo, ad una nuova visione di impresa, rendendola consapevole dei mezzi a disposizione e degli effetti positivi o negativi dell'esercizio della sua attività. In secondo luogo, offre all'investitore la possibilità di non limitarsi a depositare i suoi risparmi presso un fondo che utilizzerà come criterio solamente il ritorno economico, ma di indirizzare il proprio capitale verso quei progetti in grado di dare una soluzione ai problemi sociali ed ambientali orientando, in questo modo, l'andamento del sistema.

Tuttavia, nonostante gli obiettivi posti in essere, anche dalle Istituzioni, per uno sviluppo sostenibile l'implementazione totale di questo sistema finanziario innovativo è da considerare ancora difficoltosa a causa della mancata univocità dei metodi di misurazione degli impatti degli investimenti e di una mancata diffusione dei temi sostenibili nella società contemporanea. In particolare, l'assenza di una marcata linea guida in materia di misurazione di impatto risulta essere lo scoglio più grande da superare poiché una mancata univocità potrebbe portare le imprese, dopo aver riscontrato gli effetti positivi in termini di reputazione e di aumento delle quotazioni di borsa, ad alterare le proprie analisi per sembrare sostenibili agli occhi del mercato incrementando la propria redditività. Infatti, per un'impresa la totale implementazione dei criteri di sostenibilità potrebbe essere particolarmente onerosa e per questo alcune potrebbero solamente dare una falsa immagine positiva e sperare di non essere scoperte. Per questo motivo, l'assenza di una dettagliata regolamentazione della

materia rappresenta la maggiore criticità che ad oggi non ne permette una facile diffusione.

Eppure, sebbene sia ancora un obiettivo non facilmente raggiungibile, la finanza sostenibile si presenta, come uno strumento di transizione per aprire la strada ad un sistema incentrato sull'economia circolare destinata a diventare il sistema economico del futuro in grado di garantire uno sviluppo sostenibile e una maggiore attenzione all'ecosistema. Oggi la finanza sostenibile si propone di dare una risposta alle problematiche attuali, in grado di apportare numerosi benefici misurabili sotto un aspetto sociale ed economico. Al termine di questa trattazione è possibile quindi affermare che la finanza sostenibile, grazie al grande entusiasmo generato dalle aziende, dalla comunità e dalle Istituzioni, può essere un incredibile valore aggiunto per il mondo di domani e per migliorare il presente.

Bibliografia

ADDANTE A., *Obblighi di due diligence per le imprese multinazionali francesi nel difficile bilanciamento fra profitto e responsabilità*, Diritti Comparati, 2017

ANGELINI A., FARIOLI F., MATTILI FRANCESCO, *Le due crisi. Crisi del capitalismo e crisi ambientale: una soluzione sostenibile?* Rivista Culture della sostenibilità, 2015

ANTONUCCI A., *La responsabilità sociale d'impresa* in NGCC, 2, 2007, pp. 119-129

COMMISSIONE EUROPEA, “Libro verde – Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese”, COM 2001/398, 18 luglio 2001

BOWEN H., *Social Responsibilities of the businessman*, University of Iowa Pr, Reprint edizione 2013

BREALEY R.A., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, settima edizione (2015)

CARROLL A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of a definitional construct*, Business society, 1999

CLIMATE BOND INIZIATIVE, *Green Bond Market Highlights*, 2018

COMMISSIONE PER I PROBLEMI ECONOMICI E MONETARI, *Sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario*, Parlamento europeo, 2017

DONALDSON T., DUNFEE T.W., *Toward a unified conception of business ethics: Integrative Social contracts theory*, The Academy of Management Review, 1994

ECCLER G., IOANNOU I., SERAFEIM G., *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, Harvard Business School working paper, 2013)

ENI S.P.A., *Bilanci e Rapporti*, 2018

ENI S.P.A., *Relazione finanziaria annuale*, 2018

FERRARI S.P.A., *Sustainability Report*, 2018

FORUM PER LA FINANZA SOSTENIBILE, *Cos'è l'investimento socialmente responsabile?*

disponibile sul sito www.finanzasostenibile.it

FREEMAN E. R., RUSCONI G., DORIGATTI M., *Teoria degli stakeholder*, Franco Angeli, 2007.

- FRIEDMAN M., “*Capitalism and freedom*”, University of Chicago Press, 1962.
- FRIEDMAN M., *The social responsibility of business is to increase its profits*, in New York Times Magazine, 1970.
- GALLINO L., *L’impresa irresponsabile*, Einaudi, 2005.
- GALBRAITH J.K., *Breve storia dell’euforia finanziaria*, Rizzoli, 2000
- GAZZETTA UFFICIALE N.7, *Decreto Legislativo 30 Dicembre 2016 n.254: Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014*, 2016
- GLOBAL REPORTING INITIATIVE, *Linee guida per il reporting di sostenibilità*, 2016
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW, *Global sustainable investment alliance*, 2014
- NADOTTI L., *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill Education, terza edizione (2017)
- PAPA R., *Il Rating di Legalità*, Rassegna Economica spazio alla responsabilità, 2017
- RUFFOLO G., *Il capitalismo ha i secoli contati*, Einaudi, 2008.
- TOMASI F., RUSSO A., *Il rating etico: un’analisi empirica del modello standard ethics*, in Pubblicazioni Standard Ethics Research, 2012.

Sitografia

www.bancaetica.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.climatebonds.net

www.economicircolare.com

www.eemap.energyefficientmortgages.eu

www.enelgreenpower.com

www.eni.com

www.europarl.europa.eu

www.evaluation.it

www.globalreporting.org

www.ilsole24ore.com

www.italiacamp.com

www.morganstanley.com

www.standardethics.eu

