

LUISS



DIPARTIMENTO ECONOMIA E FINANZA
CORSO DI LAUREA BANCHE E INTERMEDIARI FINANZIARI

**INVESTIMENTI SOSTENIBILI: CRITERI ESG E
GREENWASHING**

PROF.SSA
MIRELLA PELLEGRINI

RELATORE

PROF.SSA
ALESSANDRA BALBO

CORRELATORE

MATR.784601

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio la mia relatrice, la prof. Mirella Pellegrini, la mia correlatrice, la prof. Alessandra Balbo, e il prof. Vittorio Mirra per la loro immensa pazienza, per i loro preziosissimi consigli e per le conoscenze trasmesse durante tutto il percorso di stesura dell'elaborato.

Ringrazio la mia famiglia, in particolar modo mia madre e mio fratello, per avermi sostenuto durante tutto il mio lungo percorso universitario, gioendo nei momenti belli e sostenendomi e confortandomi durante i periodi bui e tortuosi. La vostra costante presenza, il vostro amore incondizionato e la fiducia che avete sempre riposto in me sono stati cruciali per il raggiungimento di questo bellissimo traguardo.

Ringrazio i miei amici, in particolar modo Cristian e Dario, che mi hanno sempre strappato un sorriso anche quando ero giù di morale e che hanno condiviso con me situazioni di felicità e di sconforto. Ciascuno di voi ha contribuito in modo unico a questo obiettivo, con il vostro supporto e le risate condivise.

Una menzione speciale va fatta anche ai miei colleghi universitari Pedra, Andrea, Viviana, Gabriele, Matteo ed Edoardo per essere stati partecipi di tutte le mie esperienze positive e negative che la vita mi ha presentato durante il mio cammino universitario e per aver regalato momenti di ilarità anche durante le nostre sessioni di studio infernali.

INDICE

INTRODUZIONE

I CAPITOLO

L'EVOLUZIONE DELLA VALUE RELEVANCE

- 1.1 Le ragioni dello sviluppo degli studi sulla Value Relevance
- 1.2 La scelta del valore dell'azienda nelle ricerche sulla value relevance
- 1.3 La classificazione degli studi sulla value relevance
- 1.4 Le finalità conoscitive assegnate al bilancio di esercizio dai principi contabili internazionali e il loro rapporto con la value relevance

II CAPITOLO

L'INFORMAZIONE CONTABILE COME VALORE AZIENDALE

- 2.1 Creazione di valore e successo dell'impresa
- 2.2 La gestione strategica
- 2.3 La value relevance dell'informativa contabile

III CAPITOLO

IL LEGAME TRA ESG E GREENWASHING

- 3.1 La sostenibilità aziendale

3.2 Investimenti: verso una scelta sostenibile

3.3 Fattori ESG e greenwashing

IV CAPITOLO

IL CASO STUDIO MEIC SERVICES S.P.A.

4.1 La Meic Services S.p.A.

4.2 Meic Services e investimenti sostenibili

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di indagare

Nel primo capitolo, l'attenzione è rivolta alle origini e allo sviluppo degli studi sulla value relevance, concetto che esprime la capacità dell'informazione contabile di riflettersi nel valore di mercato delle imprese. Vengono esaminate le principali scelte metodologiche adottate in letteratura, con particolare riferimento alla definizione del valore aziendale e alla classificazione degli approcci empirici. Inoltre, si analizza il ruolo attribuito al bilancio d'esercizio dai principi contabili internazionali, evidenziandone il legame con la finalità informativa e con l'attendibilità dei dati ai fini decisionali.

Il secondo capitolo approfondisce la funzione dell'informazione contabile nella creazione di valore aziendale, evidenziando come essa costituisca una leva fondamentale per il successo competitivo e per l'attuazione della gestione strategica. In tale contesto, la value relevance dell'informativa contabile assume una rilevanza cruciale, in quanto incide sulle aspettative degli stakeholder e sulle valutazioni espresse dal mercato.

Il terzo capitolo rappresenta un'estensione naturale del tema, affrontando la crescente attenzione rivolta ai fattori ESG nell'ambito delle decisioni aziendali e degli investimenti. Si analizzano le modalità con cui le imprese integrano la sostenibilità nelle proprie strategie e l'emergere del fenomeno del greenwashing, inteso come manipolazione comunicativa volta a enfatizzare, talvolta in modo non veritiero, l'impegno ambientale e sociale dell'impresa.

Infine, il quarto capitolo si focalizza su un'azienda gelese, la Meic Services S.p.A.

Si tratta di una realtà aziendale che da qualche anno a questa parte ha deciso di puntare alla sostenibilità investendo in un'ottica completamente "sana" e "green".

L'elaborato si configura dunque come un percorso analitico che parte dalla rilevanza dell'informazione contabile in senso tradizionale e giunge ad abbracciare una visione ampliata di valore aziendale, che integra la dimensione economico-finanziaria con quella ambientale e sociale. In questo quadro, la value relevance evolve da concetto puramente

contabile a parametro chiave per comprendere l'effettiva sostenibilità e trasparenza delle imprese in un mercato sempre più sensibile a tematiche etiche e di lungo periodo.

L'analisi sviluppata nei capitoli che seguono nasce da un interesse personale verso l'evoluzione del concetto di valore d'impresa in un contesto economico sempre più complesso e interconnesso. In un'epoca in cui le imprese non sono più valutate esclusivamente in base ai risultati economico-finanziari, ma anche per il loro impatto ambientale, sociale e di governance, ritengo sia fondamentale ripensare il ruolo dell'informazione contabile non solo come strumento di misurazione, ma come veicolo di trasparenza, fiducia e responsabilità.

La value relevance, tradizionalmente intesa come capacità dei dati contabili di spiegare il valore di mercato delle imprese, si sta trasformando in una nozione più ampia, capace di abbracciare anche aspetti immateriali e qualitativi. Questo cambiamento riflette un mutamento culturale profondo: oggi il valore non è più solo ciò che è misurabile in termini economici, ma comprende anche ciò che è sostenibile nel tempo.

In questo scenario, il fenomeno del greenwashing rappresenta una sfida rilevante e, a mio avviso, eticamente problematica. L'uso distorto dell'informazione "verde" mina la fiducia degli investitori e compromette l'integrità dei mercati. È perciò sempre più urgente affermare un modello di comunicazione aziendale trasparente, verificabile e coerente con i valori dichiarati.

Da studente e soprattutto da futuro professionista, sono fermamente convinto che il contributo del mondo accademico, attraverso la ricerca, la riflessione critica e la formazione, sia determinante per orientare le imprese e gli operatori finanziari verso pratiche realmente sostenibili.

La responsabilità di chi produce, interpreta e utilizza l'informazione aziendale è oggi più che mai centrale per il benessere collettivo e per la costruzione di un'economia più equa, resiliente e orientata al lungo termine.

I CAPITOLO

L'EVOLUZIONE DELLA VALUE RELEVANCE

1.1 Le ragioni dello sviluppo degli studi sulla Value Revelance

Le diverse ricerche sulla *value relevance* hanno lo scopo di indagare se dati valori di bilancio contengono le informazioni utilizzate dagli operatori economici nelle loro decisioni di investimento. Sono numerosi, in tal contesto, gli esempi di ricerche empiriche che si propongono di testare l'esistenza di associazioni statisticamente significative tra i valori di bilancio, di cui si vuole indagare la *value relevance*, e una data misura del valore dell'azienda, di solito sintetizzata dai prezzi di borsa¹.

L'accertamento dell'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra una qualche misura del valore dell'azienda e dati valori di bilancio viene considerata come l'evidenza che questi ultimi sintetizzano informazioni utili agli investitori per le decisioni relative all'allocazione delle loro risorse².

Le ricerche sulla *value relevance* si possono collocare nel più ampio ambito della cosiddetta “*capital market research in accounting*”, di cui è possibile datarne l'inizio sul finire degli anni '60 e, in particolare, nel 1968 con la pubblicazione dei lavori di Ball e Brown e di Beaver.

Le varie ricerche sulla *value relevance* che si sono succedute nel tempo si sono discostate in maniera anche significativa da questi primi due lavori che, in termini più generali, sono anche considerati quelli che hanno introdotto la “*positive accounting theory*”.

¹ Cfr. A. Mechelli, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

² *Ibidem* pag. 3.

Fino alla metà degli anni '60, infatti, negli studi di accounting era prevalente la cosiddetta *normative accounting theory*, in cui lo sviluppo delle differenti teorie dipendeva strettamente dagli obiettivi assunti dal ricercatore; in questo contesto il giudizio sulla validità o meno di un'ipotesi era fondato su un ragionamento logico-deduttivo, dando poco, o per nulla, spazio alla verifica empirica delle ipotesi. In questo contesto si sviluppa la "*positive accounting theory*", all'interno del più vasto movimento della positive science che cerca, per dirla con le parole di Watts e Zimmerman, di spiegare e di prevedere la prassi aziendale in materia di *accounting*³.

È stato giustamente osservato che tale teoria non esclude la "*normative accounting theory*", costituendone piuttosto il presupposto essenziale, in assenza del quale diventa arduo, per non dire arbitrario, valutare la bontà di una teoria piuttosto che di un'altra.

Negli ultimi anni anche i ricercatori italiani hanno cominciato ad occuparsi in maniera sempre più frequente di *value relevance*. Questo interesse è stato motivato da diversi fattori, tra cui un peso molto significativo ha avuto l'adozione dei principi contabili internazionali per la redazione dei bilanci consolidati delle società europee che emettono titoli negoziati in mercati regolamentati⁴.

L'introduzione dei principi contabili internazionali, ormai obbligatori, come noto, per la redazione del bilancio consolidato delle società che emettono titoli negoziati in mercati regolamentati dell'Unione Europea, è stata una delle più importanti novità che hanno caratterizzato il mondo dell'*accounting* negli ultimi cinquanta anni.

L'adozione di questi principi è avvenuta con il dichiarato scopo di armonizzare l'informazione societaria e garantire un elevato livello di trasparenza e comparabilità dei

³ Cfr. A. Mechelli, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

⁴ Haupt, N. D., Vermeulen, K., & du Toit, E. (2024). "Value relevance: a systematic literature review." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 15(3), 178–205.

bilanci a livello comunitario. Questa novità ha suscitato, insieme ad inevitabili eccessi di entusiasmo e ad aprioristici scetticismi, un notevole interesse da parte di molti studiosi che si sono occupati di verificare se l'adozione di questi nuovi principi abbia realmente determinato un miglioramento della cosiddetta *accounting quality*.

Non esiste, a tal riguardo, una nozione univoca di cosa si intenda per *accounting quality* che, in termini generali, può essere definita come la maggiore o minore capacità dell'informativa di bilancio di riflettere la situazione economica della data azienda. È di tutta evidenza, però, che la definizione appena data è alquanto generica, e necessita di una qualche chiave di lettura per essere concretamente indagata.

A tale scopo, la letteratura internazionale ha esaminato diversi aspetti dell'informativa di bilancio per testarne la qualità e, in particolare, proprio con riferimento all'adozione dei principi contabili internazionali, la stessa è stata analizzata in termini di:

- *Value relevance*;
- *Earnings management*;
- *Timely loss recognition*⁵.

Ecco allora che, proprio in seguito all'introduzione dei principi contabili internazionali, molti ricercatori hanno tentato di verificare se, e in che misura, l'adozione di questi nuovi principi abbia portato o meno un effettivo miglioramento della *value relevance* dei valori di bilancio.⁶

⁵ Haupt, N. D., Vermeulen, K., & du Toit, E. (2024). "Value relevance: a systematic literature review." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 15(3), 178–205.

⁶ Cfr. U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

1.2 La scelta del valore dell'azienda

La nozione di *value relevance* lascia aperte alcune questioni che, per una corretta comprensione del fenomeno che qui stiamo indagando, necessitano di essere preliminarmente approfondite. Ci riferiamo, in particolare, all'opportunità di definire quale sia:

- 1) La misura del valore dell'azienda da prendere a riferimento per la verifica dell'esistenza o meno di una relazione tra la stessa e i valori di bilancio;
- 2) Il rapporto tra la rilevanza delle informazioni e l'affidabilità delle stesse⁷.

La misura del valore da prendere a riferimento nelle ricerche sulla *value relevance* del bilancio di esercizio pone una questione di non poco conto non solo da un punto di vista metodologico, ma anche, e diremmo ancor più, da un punto di vista concettuale. Su questo tema esistono almeno due possibili orientamenti.

Il primo, sostanzialmente riconducibile a Barth, fa riferimento a quel filone di studi, a dire il vero maggioritario, secondo cui un valore di bilancio è *value relevant* se contiene informazioni che condizionano le decisioni di investimento degli operatori, indipendentemente dalla circostanza che detto valore (di bilancio) abbia o meno una qualche relazione statisticamente significativa con il valore economico del capitale d'impresa.

È evidente che, secondo questo approccio, la variabile rispetto alla quale testare l'esistenza o meno di una relazione statisticamente significativa con i valori di bilancio non può che essere rappresentata dai prezzi di borsa.

⁷ Per maggiori approfondimenti si veda: U. Sostero, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. Seconda edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2016.

Poco importa, in questo caso, se i prezzi siano o meno una misura realistica del valore dell'azienda; l'unica caratteristica che si richiede ai prezzi è che questi riflettano i convincimenti degli operatori di mercato.

Se quello appena descritto è, come riferito, un approccio molto diffuso negli studi sulla *value relevance*, è doveroso tenere presente che altri ricercatori seguono un'impostazione diversa.

Secondo un altro filone di ricerca, gli studi sulla *value relevance* dovrebbero verificare l'esistenza di una relazione tra le informazioni di natura contabile e il valore economico d'impresa, valore, quest'ultimo, che, come noto, è stimato attraverso l'attualizzazione dei risultati attesi. In questo senso, pertanto, uno o più valori di bilancio sono *value relevant* se contengono informazioni utili per stimare il capitale economico d'impresa e, dunque, l'indagine sulla loro significatività andrebbe teoricamente condotta verificando l'esistenza di una relazione tra valori di bilancio e valore economico della data azienda⁸. È noto, tuttavia, che la valutazione del capitale economico d'impresa è una stima caratterizzata da numerosi elementi di soggettività per cui operatori diversi, pur dotati delle necessarie competenze, possono giungere a valori differenti tra loro.

Diventa, pertanto, difficile indagare la *value relevance* dei valori di bilancio se si vuole verificare l'esistenza di una relazione tra detti valori e il capitale economico d'impresa, dal momento che quest'ultimo è un valore di incerta e soggettiva determinazione per cui è possibile pervenire a risultati assolutamente diversi, a seconda di come, e da parte di chi, viene operata la stima⁹.

⁸ Per maggiori approfondimenti si veda: U. Sostero, *L'analisi economico finanziaria di bilancio*. Seconda edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2016.

⁹ Haupt, N. D., Vermeulen, K., & du Toit, E. (2024). "Value relevance: a systematic literature review." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 15(3), 178–205.

Per tale motivo diventa necessario prendere a riferimento una qualche approssimazione del valore dell'azienda che sia agevole da individuare, il più possibile oggettiva – nel senso che non sia condizionata da giudizi soggettivi di valore – e su cui concordino la maggior parte degli operatori.

La grandezza che risponde meglio a queste caratteristiche, e che quindi è quella largamente impiegata anche in questo filone di studi, è rappresentata dai prezzi di mercato. I prezzi di mercato sono, infatti, dati oggettivi, frutto dell'incontro tra la domanda e l'offerta; detti prezzi, inoltre, sono ampiamente accessibili a tutti i ricercatori e rappresentano la sintesi delle opinioni sul valore del titolo da parte dei soggetti che operano sul mercato¹⁰.

Dunque, anche quei ricercatori che vogliono indagare se esiste una relazione tra valori di bilancio e valore economico del capitale d'impresa, debbono utilizzare, nelle loro ricerche empiriche, i prezzi di borsa; in questo caso, il problema diventa capire se il prezzo approssima correttamente il valore dell'azienda e, in caso contrario, quali possano essere gli eventuali correttivi da apportare ai valori di mercato per ovviare alle distorsioni che si possono generare nel caso in cui vi sia una divergenza significativa tra queste grandezze.

L'assumere i prezzi quale sintesi del valore economico pone, infatti, la questione, cui dedica molta attenzione la letteratura economico-aziendale italiana, della differenza tra la nozione di prezzo e quella di valore.

Mentre, infatti, il valore economico del capitale è una grandezza "stimata" in base all'attualizzazione dei risultati attesi dell'azienda, il prezzo; invece, è un dato frutto dell'incontro tra la domanda e l'offerta e, quindi, risultato di quelle che la letteratura

¹⁰ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

italiana ha brillantemente definito “condizioni soggettive di negoziazione” che rappresentano la principale causa che genera appunto differenze tra prezzo e valore.

Ne consegue, pertanto, che le due nozioni, pur se collegate da evidenti rapporti – la decisione di comprare e vendere un bene a un dato prezzo non può tenere in considerazione anche il valore dello stesso – presentano differenze per cui prezzo e valore possono discostarsi¹¹.

La prima ragione che può essere all’origine di queste differenze è rappresentata dalle cosiddette “asimmetrie informative”, ossia dal fatto che le parti possono in qualche modo avere informazioni diverse, per cui il prezzo che deriva dall’incontro tra la domanda e l’offerta è il frutto anche di una carenza informativa da parte di uno o di entrambi i soggetti coinvolti nella transazione¹².

La seconda ragione per cui il prezzo e il valore possono divergere attiene alla possibilità che i soggetti coinvolti nella transazione possano avere un interesse o un’esigenza particolare che li spinge a vendere o ad acquistare.

A questo riguardo vale la pena precisare che questi “interessi o esigenze particolari” possono portare ad un prezzo sia più alto, sia più basso rispetto all’effettivo valore economico dell’azienda; esempi del primo tipo – prezzo più alto del valore economico – si possono avere quando l’acquirente è interessato ad ottenere la maggioranza delle azioni, per cui il prezzo che è disposto a pagare per acquistare i titoli incorpora anche un premio per il controllo, mentre esempi del secondo tipo si hanno nel momento in cui il/i venditore/i sono pressati da esigenze di liquidità, come nei periodi di crisi, per cui la

¹¹ Haupt, N. D., Vermeulen, K., & du Toit, E. (2024). "Value relevance: a systematic literature review." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 15(3), 178–205.

¹² Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024).

"Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

necessità di reperire in tempi brevi risorse finanziarie può portare a quote più o meno significative di capitale¹³.

Non va, peraltro, dimenticato che se, come molto spesso accade nel caso di ricerche aventi ad oggetto la value relevance, si prendono in riferimento i prezzi fatti nei mercati regolamentati, detti prezzi, pur essendo la sintesi dei convincimenti dei diversi operatori, potrebbero comunque essere condizionati dall'incapacità degli investitori di elaborare tempestivamente le informazioni in loro possesso.

L'insieme di tutte le considerazioni appena svolte porta alla conclusione che i prezzi che si formano sui mercati possono discostarsi, a volte anche in maniera significativa, dal valore della data azienda. Se la divergenza tra valore e prezzo è un concetto su cui sembrano concordare tutti gli aziendalisti, diverse sono le conseguenze che vengono attribuite a questo fenomeno.

Coloro che aderiscono, più o meno esplicitamente, al primo orientamento descritto all'inizio di questo paragrafo – ossia quegli autori che studiano la value relevance per verificare esclusivamente se le informazioni contenute nei bilanci sono quelle che influenzano le decisioni di investimento – non sono particolarmente interessati a indagare sull'esistenza di questa differenza e le possibili metodologie per eliminarne i potenziali effetti distorsivi.

Come già riferito, questo filone di studi ritiene assolutamente accettabile assumere i prezzi nelle ricerche aventi ad oggetto la value relevance dei valori di bilancio, e questo perché dette stime rappresentano la migliore sintesi dei convincimenti dei diversi investitori.

¹³ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

Gli Autori che vogliono, invece, verificare se esiste una relazione tra valore economico dell'impresa e informazioni di bilancio non possono fare a meno di osservare che se si assume il prezzo come misura del valore, facilmente si va incontro ad errori che possono condizionare i risultati delle ricerche-

Costoro propongono di effettuare delle correzioni ai prezzi di borsa nel tentativo di eliminare quei fattori di disturbo che impediscono di utilizzare tali prezzi per avere una rapida ed agevole stima del valore dell'azienda. Tra i due approcci appena descritti va detto che quello maggiormente seguito è, più o meno esplicitamente, il primo, dal momento che sono poche le ricerche che, occupandosi di value relevance, si sono preoccupate di correggere i valori di mercato quando si assumono i prezzi come variabile in relazione alla quale verificare l'esistenza o meno di una relazione con i valori di bilancio¹⁴.

Se da un lato è, infatti, sicuramente molto interessante indagare sull'esistenza di una relazione tra i valori di bilancio e il valore economico del capitale, per verificare la capacità delle informazioni di natura contabile di fornire elementi utili per la valutazione del capitale economico d'impresa, dall'altro non si può non prendere atto che l'unico modo di avere a disposizione dati in relazione ai quali testare la value relevance dei bilanci è quello di fare riferimento ai prezzi di borsa che, come già detto, possono presentare non poche differenze rispetto al valore economico dell'impresa¹⁵.

Le correzioni ai prezzi di borsa che sono state proposte da diversi autori non riescono, ad avviso di chi scrive, a sanare il divario tra prezzo e valore, divario che, come più volte

¹⁴ U. Sosterò, *L'analisi economico finanziaria di bilancio*. Seconda edizione, Giuffrè Editore, Milano, 2016.

¹⁵ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

ribadito, è innanzitutto di natura concettuale e non può essere, a nostro parere, eliminato con procedimenti meccanici a volte piuttosto semplicistici.

Ci pare, pertanto, più coerente e più utile, per una corretta interpretazione dei risultati, prendere gli studi sulla value relevance esattamente per quello che sono e che le definizioni proposte in questi paragrafi iniziali hanno avuto modo di sottolineare. La value relevance non studia la relazione tra valori contabili e valori economici, fondamentalmente per l'indisponibilità di questi ultimi; il suo scopo è piuttosto quello di indagare l'esistenza di una relazione tra i valori accolti nei conti annuali delle imprese e i prezzi di borsa per verificare se i dati di bilancio contengono le informazioni utilizzate dagli investitori.

Se i prezzi, come accade particolarmente in periodi di forti oscillazioni dei corsi azionari, non sono rappresentativi, per diversi ordini di ragioni, dell'effettivo valore economico delle aziende, questo significa che i risultati delle ricerche empiriche ci potranno fornire informazioni utili per esprimere un giudizio sull'esistenza di una relazione tra prezzi e valori di bilancio, ma non anche sull'esistenza della medesima relazione tra valori di bilancio e valore economico della data azienda.

Quest'ultima considerazione, per certi aspetti quasi ovvia, non è senza conseguenze per le implicazioni di carattere pratico che si vogliano attribuire a questa tipologia di ricerche. Si pensi alla possibilità, tutt'altro che remota in tempi di crisi economica, che il crollo dei prezzi dei titoli sia associato, almeno in parte, più ad un effetto panico che ad un reale deterioramento del valore economico della data azienda.

Un altro aspetto che potremmo definire preliminare nel momento in cui si affronta il tema della value relevance del bilancio di esercizio è il rapporto che esiste tra rilevanza (relevance) e affidabilità (reliability) delle informazioni di natura contabile.

Se da un punto di vista concettuale le due caratteristiche sono chiaramente distinte, è stato giustamente osservato che, quando i ricercatori indagano sulla presenza di una relazione statisticamente significativa tra valori di bilancio e prezzi di borsa, di fatto stanno congiuntamente verificando sia la rilevanza (relevance), sia l'affidabilità (reliability) delle informazioni rappresentate nei conti annuali delle imprese¹⁶.

In altre parole, per essere value relevant, un dato valore di bilancio deve essere non solo rilevante, nel senso di fornire informazioni che possono influenzare i processi decisionali degli investitori, ma deve essere anche stimato in maniera sufficientemente attendibile perché chi lo utilizza possa farvi affidamento. Se, infatti, il dato valore di bilancio venisse determinato con errori tali da renderlo non affidabile, sarebbe assai strano trovare una relazione significativa tra detto valore ed i prezzi di borsa¹⁷.

Da quanto appena detto ne deriva che, nel momento in cui i ricercatori giungono alla conclusione che un dato valore di bilancio è o non è value relevant, è difficile distinguere quanta parte del risultato raggiunto sia da attribuire, appunto, alla rilevanza, piuttosto che all'affidabilità del dato¹⁸.

In altre parole, una data informazione potrebbe anche essere significativa per le decisioni di investimento, ma essere rappresentata in modo così distorto da rendere il dato non più affidabile; in questa ipotesi le ricerche empiriche fornirebbero risultati da cui si potrebbe essere indotti a ritenere quell'informazione come non value relevant, nonostante si tratti

¹⁶ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

¹⁷ Cfr. A. Mechelli, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

¹⁸ P. Moretti. *L'applicazione dei principi IAS nell'ordinamento italiano*. Corriere tributario (online) Volume 27 – Fascicolo 30, 2004.

di un elemento, che di per sé, sarebbe utile per le decisioni di investimento. Quanto appena detto è particolarmente significativo per l'interpretazione dei risultati delle ricerche su questo tema.

Molto spesso, nella quasi totalità dei casi, i ricercatori concludono i loro lavori affermando, al termine delle loro indagini empiriche, che un dato valore di bilancio è o non è *value relevant*.

Tuttavia, potrebbe accadere che una data informazione potrebbe essere in linea di principio *value relevant*, ma, dato il basso grado di affidabilità con cui vengono operate le stime, i valori di bilancio che la sintetizzano potrebbero non fornire elementi utili per i processi decisionali degli investitori.

Proprio per tenere conto di questa forte relazione tra *relevance e reliability*, molti studiosi inseriscono nelle loro ricerche strumenti che consentono di tenere conto della diversa affidabilità dei dati, al fine di verificare se e in che misura questo aspetto possa incidere sui risultati delle loro indagini¹⁹.

1.3 La classificazione degli studi sulla *value relevance*

Come riferito nelle pagine precedenti, a partire dai pioneristici lavori di Ball e Brown e di Beaver, sono state condotte numerose ricerche con lo scopo di verificare la *value relevance* delle informazioni di natura contabile²⁰.

¹⁹ Cfr. A. Mechelli, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

²⁰ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

La cospicua mole di lavori, insieme alle diverse prospettive di analisi impiegate, ha posto l'esigenza di classificare questi studi, nel tentativo di sistematizzare le caratteristiche dei principali filoni di ricerca cui gli stessi appartengono. A questo riguardo è doveroso premettere che, come sempre accade nel momento in cui si tenta di operare una tassonomia di un fenomeno complesso, possono essere utilizzati differenti criteri di classificazione con la possibilità che, con termini differenti, si indichi lo stesso fenomeno, o viceversa, con gli stessi termini si indichino fenomeni differenti²¹.

Fatta questa opportuna premessa, riteniamo utile proporre una prima classificazione degli studi che si sono occupati di value relevance, distinguendo gli:

- Information content studies, che si possono suddividere in short windows event studies e long-horizon event studies;
- Association studies, i quali, a loro volta, si possono suddividere in relative association studies e incremental association studies²².

Con l'espressione information content studies, si è soliti fare riferimento a quelle ricerche che cercano di verificare se un dato valore di bilancio ha un contenuto informativo la cui comunicazione al mercato produce sugli scambi dei titoli un effetto che sia una diretta conseguenza della notizia resa pubblica²³.

Di solito gli information content studies utilizzano i cosiddetti event studies – e molto spesso nella letteratura che si occupa di accounting le due espressioni sono utilizzate in

²¹ P. Moretti. L'applicazione dei principi IAS nell'ordinamento italiano. Corriere tributario (online) Volume 27 – Fascicolo 30, 2004.

²² Cfr. A. Mechelli, La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

²³ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." International Journal of Economics & Finance Research & Applications, 8(1).

modo intercambiabile – ossia una tecnica che analizza se il verificarsi di un evento produce nuove informazioni che hanno un impatto significativo sul mercato.

Occorre precisare che l'effetto provocato dalle nuove informazioni può essere sia una modifica del prezzo dei titoli, sia una variazione della volatilità dei valori a cui gli stessi vengono compravenduti, sia un cambiamento nel volume stesso degli scambi. Le ricerche condotte in questo campo indagano, pertanto, se, in concomitanza con alcuni eventi, si verifichino variazioni nei prezzi/rendimenti, nella volatilità o nel volume delle contrattazioni²⁴.

I già più volte citati lavori di Ball e Brown e di Beaver sono appunto studi condotti utilizzando la tecnica degli event studies. Il lavoro di Beaver, ad esempio, ha dimostrato che il mercato reagisce alla comunicazione del risultato di esercizio con variazioni sia nel volume degli scambi, sia nella volatilità dei prezzi.

Questa tipologia di studi può fare riferimento sia a orizzonti temporali brevi – in questo caso si parla di short-window event studies – o a orizzonti temporali decisamente più lunghi – e in questo caso si parla di long-horizon event studies -.

Nel primo caso – gli short-window event studies – i ricercatori studiano la reazione del mercato in un periodo molto vicino all'evento di interesse, ad esempio analizzando il rendimento dei titoli nel giorno o nella settimana in cui le società comunicano al mercato il risultato di esercizio o un altro valore di bilancio di cui si voglia indagare la value relevance.

Nel secondo caso – i long-window event studies – i ricercatori verificano l'effetto dell'evento in un periodo sufficientemente lungo, da uno a cinque anni, partendo dal

²⁴ Cfr. A. Mechelli, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

presupposto che, nell'immediato, pur avendo l'evento una reale portata informativa, il mercato può inizialmente sovra/sottostimare lo stesso, mentre, in un periodo sufficientemente lungo, appunto da uno a cinque esercizi, il mercato può correggere le iniziali distorsioni²⁵.

Per quanto concerne l'analisi della value relevance, gli event studies verificano se la comunicazione al pubblico dei valori rappresentati in bilancio determina una qualche reazione da parte del mercato-

Alcuni studi, tuttavia, presentano non poche difficoltà di carattere metodologico, tra cui, come messo in evidenza da Kothari, il rischio che l'evento analizzato sia disperso nel corso del tempo.

Ciò rende assai complicato fissare una data precisa in relazione alla quale verificare la reazione del mercato²⁶.

Forse è proprio anche a causa di queste difficoltà che la maggior parte delle ricerche in tema di value relevance si sono indirizzate verso l'altra tipologia di studi, ossia quelli che sono stati precedentemente definiti *association studies*.

Con questa espressione si è soliti fare riferimento a quel filone di ricerche che si occupano di verificare l'esistenza di una relazione tra i valori di bilancio e i prezzi e/o i rendimenti dei titoli azionari.

Tali studi, come già ribadito, sono molto più numerosi degli information content studies e si possono, a loro volta, utilmente suddividere in:

- a) Relative association studies;
- b) Incremental association studies.

²⁵ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

²⁶ F. Cerbioni; L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

I primi – relative association studies – sono quegli studi che effettuano valutazioni comparative testando quale, tra i diversi valori di bilancio, presenta una migliore relazione con i prezzi o con i rendimenti del titolo cui si riferiscono.

Esistono diversi esempi di ricerche che si possono classificare come relative association studies. Un primo esempio è rappresentato da quegli studi che mettono a confronto i bilanci redatti in base a principi contabili differenti per verificare quali siano gli standard contabili la cui applicazione genera valori di bilancio più value relevant²⁷.

Si pensi, a questo riguardo, ai numerosi valori che si sono occupati della transizione ai principi contabili internazionali per effetto del Regolamento CE 1606/2002, verificando se e quale sia stato l'impatto di questo passaggio sulla value relevance dei bilanci delle società europee²⁸.

Un altro esempio di lavori che possono essere classificati come relative association studies sono quelli che si prefiggono di verificare quale, tra diverse alternative, sia la misura di risultato maggiormente value relevant²⁹.

Con l'espressione incremental association studies, si è soliti fare riferimento a quelle ricerche che si occupano di indagare se un dato valore di bilancio apporti informazioni aggiuntive, rispetto a quelle già esistenti, per spiegare i prezzi o i rendimenti dei titoli. In questo tipo di analisi è importante sottolineare che la ricerca non ha lo scopo di verificare se il dato valore di bilancio sia value relevant di per sé, o se lo stesso sia più o meno value relevant rispetto a un altro, quanto piuttosto di indagare se, lo ribadiamo, il dato valore

²⁷ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

²⁸ Ibidem

²⁹ A tal riguardo, di recente, molti ricercatori, stimolati dall'entrata in vigore della revised version dello IAS 1, hanno confrontato il net income e il comprehensive income, per verificare quale tra queste due misure di risultato sia quella più value relevant.

aggiunge informazioni significative rispetto a quelle già disponibili in altri valori di bilancio preventivamente definiti.

Un tipico esempio di incremental association studies potrebbe essere quello delle ricerche che hanno indagato se le riconciliazioni operate nella fase di transizione ai principi contabili internazionali abbiano prodotto informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite dai bilanci redatti in base ai principi contabili nazionali³⁰.

Un altro possibile esempio di studi che possono essere classificati come incremental association studies sono quelli che esaminano la value relevance dei cosiddetti other comprehensive income components (OCIC), verificando se detti OCIC forniscono informazioni aggiuntive rilevanti rispetto al reddito di esercizio. Nell'ambito degli incremental association studies, una parte della dottrina individua uno specifico sottogruppo di ricerche denominate measurement studies.

Si tratta di quel filone di studi sulla value relevance che intende verificare non solo se un dato elemento del bilancio sia value relevant, ma se la dimensione del coefficiente che esprime la relazione tra la variabile oggetto di indagine e la variabile dipendente della regressione assume un determinato valore ipotizzato in base ad un modello teorico di riferimento. In questa tipologia di ricerche, la differenza tra il valore del coefficiente stimato attraverso la regressione ed il coefficiente teorico ipotizzato è spesso interpretata come il segnale di un errore, ossia dell'incapacità dei valori di bilancio di corrispondere ad un modello teorico di riferimento³¹.

³⁰ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

³¹ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

È doveroso segnalare che è possibile trovare, negli studi sulla value relevance, l'espressione *measurement perspective*, che però viene a volte utilizzata con un significato diverso rispetto a quello di *measurement studies* da noi poc'anzi descritto. Hellstrom, ad esempio, distingue gli studi sulla value relevance tra *signalling perspective* e *measurement perspective*, dove i primi - i *signalling perspective* – si riferiscono a quelle ricerche che indagano se il mercato ha una reazione in seguito alla comunicazione al pubblico di un'informazione relativa ad un valore di bilancio, mentre i secondi – i *measurement perspective* – si occupano di verificare se esiste una relazione tra i valori di mercato e una o più poste del bilancio di esercizio³².

Come si può agevolmente notare, la classificazione degli studi proposta da Hellstrom riproduce nella sostanza la distinzione che noi abbiamo fatto all'inizio di questo paragrafo, per cui gli *information content studies* coinciderebbero con la *signalling perspective*, mentre gli *association studies* coinciderebbero con la *measurement perspective*.

Una classificazione analoga, anche se con qualche differenza, è quella operata da Van Cauwenberge e De Beelde che, a loro volta, distinguono tra *measurement perspective* e *information perspective*³³.

Con l'espressione *measurement perspective* i citati Autori fanno riferimento a quegli studi che assumono a riferimento un modello di valutazione che esprime il valore dell'impresa in funzione di alcune variabili di derivazione contabile, mentre con l'espressione *information perspective*, Van Cauwenberge e De Beelde classificano quelle ricerche che intendono indagare semplicemente se i valori di bilancio hanno una qualche utilità per gli

³² F. Cerbioni; L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

³³ M. Pisani, *La misura delle prestazioni nel bilancio d'esercizio*, Milano, Franco Angeli, 2008.

investitori, senza però ricondurre questa potenziale utilità ad un preciso modello di valutazione. In questo caso le ricerche si limitano a verificare se i valori di bilancio portano o meno a una revisione dei prezzi dei titoli³⁴.

Questo modo di procedere alla classificazione degli studi sulla value relevance, che recentemente è stata riproposta da alcuni noti Autori, non ci convince pienamente per due motivi.

Il primo riguarda il fatto che ormai quasi tutte le ricerche che vengono svolte per analizzare la value relevance possono essere ricondotte, direttamente, o indirettamente, a modelli di valutazione che esprimono il valore dell'impresa in funzione dei valori di bilancio³⁵.

I modelli di ricerca sviluppati a partire dai lavori di Ohlson e di Easton e Harris, che verranno discussi nel prossimo capitolo, sembrano lasciare davvero poco spazio all'utilizzo di strumenti di indagine che non facciano in qualche modo riferimento, sia pure indirettamente, a modelli di valutazione dell'impresa a partire dai valori di bilancio. Non pare, pertanto, particolarmente significativo proporre una classificazione degli studi in due gruppi – *measurement perspective e information perspective* – includendo nel primo gruppo – *measurement perspective* – quelli che hanno alla base un modello di valutazione dell'impresa a partire dai valori di bilancio.

Il secondo motivo di perplessità, circa la classificazione appena proposta, è che la seconda categoria di studi sarebbe rappresentata da quelle ricerche che, oltre a non

³⁴ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

³⁵ *Ibidem*

prevedere alcun modello di riferimento, vengono sviluppate richiedendo anche che la data informazione produca un effetto sui prezzi di borsa³⁶.

Se la classificazione delle ricerche sulla *value relevance* in base al loro riferimento, o meno, ad un modello di valutazione che esprime il valore dell'impresa in funzione dei valori di bilancio è un criterio logico e possibile, anche se attualmente poco utile per le ragioni in precedenza descritte, ci convince decisamente meno il criterio per cui, al fine di essere classificati come *information perspective*, gli studi debbano verificare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la disponibilità dell'informazione e la variazione dei prezzi³⁷.

Sembrerebbe che, la classificazione proposta tenda a sovrapporre due piani concettualmente distinti. Non sembra, infatti, corretto contrapporre gli studi che fanno riferimento a modelli che ipotizzano una relazione tra valore dell'impresa e informazioni di natura contabile con quelli che verificano l'effetto del rilascio di un'informazione sul livello dei prezzi³⁸.

Sarebbe più opportuno, tenendo conto della letteratura prevalente, operare una distinzione tra gli *association content studies* e gli *information content studies* come fatto nella prima parte di questo paragrafo, avendo ben chiaro che il criterio distintivo è rappresentato dal fatto che i primi, gli *association content studies*, testano l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra valori di borsa e valori di bilancio, mentre i secondi, gli *information content studies*, verificano se la comunicazione al mercato di un'informazione di natura contabile produce un qualche effetto significativo sugli

³⁶ Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

³⁷ G. Zanda, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

³⁸ F. Cerbioni; L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

scambi, effetto che, peraltro, si può riflettere non solo in una variazione del prezzo, ma anche in un cambiamento del volume degli scambi e/o della volatilità dei corsi azionari³⁹

1.4 Le finalità conoscitive assegnate al bilancio di esercizio dai principi contabili internazionali e il loro rapporto con la *value relevance*

Dopo aver descritto nelle pagine precedenti la nozione e la classificazione degli studi sulla *value relevance*, vediamo se questa possa essere considerata o meno una caratteristica qualitativa del bilancio da cui consegue che un suo incremento determina un corrispondente miglioramento della qualità dell'informazione di natura contabile.

³⁹ M. Allegrini, *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: impatti formali e sostanziali sul bilancio*. Giappichelli, Torino, 2007.

Per valutare se la qualità dell'informativa del bilancio effettivamente migliora all'aumentare della value relevance è necessario conoscere quale è lo scopo per il quale si redige questo documento, ossia quali sono:” le *conoscenze che dal bilancio si vogliono trarre*⁴⁰”.

È, quindi, evidente, il legame che esiste tra gli scopi del bilancio e fabbisogni conoscitivi dei soggetti che sono i principali destinatari dell'informativa societaria. Gli scopi conoscitivi dei soggetti che sono i potenziali destinatari del bilancio orientano, dunque, la scelta dei principi che presiedono alla sua formazione e la qualità delle informazioni economico-finanziarie veicolate ai terzi tramite il bilancio, qualità che deve essere valutata in relazione al modo in cui il bilancio raggiunge lo scopo per il quale viene redatto.

L'esigenza di comprendere chi sono i potenziali destinatari del bilancio per definire poi quali siano i loro scopi conoscitivi e se quest'ultimi siano in diretta relazione con la *value relevance* così come descritta nelle pagine precedenti.

Per comprendere chi sono i potenziali destinatari dell'informazione societaria secondo i principi contabili internazionali è opportuno ricordare che questi principi, pur essendo il risultato dell'incontro di diverse culture, si sono sviluppati risentendo in maniera decisa dell'influenza esercitata dal mondo anglosassone e, in particolare, da quello statunitense. In quel contesto si assiste, sin dalla prima metà del secolo scorso, allo sviluppo di grandi società che, dovendo effettuare ingenti investimenti, ricorrevano in maniera massiccia al mercato dei capitali, dando vita al fenomeno delle *public companies*, il cui capitale, quotato presso le borse valori, era estremamente polverizzato tra molti piccoli azionisti.

⁴⁰ P. Onida, Il bilancio d'esercizio delle imprese. Significato economico del bilancio. Problemi di valutazione, Giuffrè, Milano, 1974, pag. 4.

Questo fenomeno, insieme alla necessità di affidare la gestione delle aziende a professionisti dotati delle competenze specialistiche necessarie per gestire la crescente complessità, ha determinato una categoria di soci che, pur essendo titolari del capitale di rischio, non avevano più il controllo della società e, quindi, non potevano accedere direttamente alle informazioni utili per formarsi un razionale convincimento sulla situazione attuale e prospettica dell'azienda di cui erano azionisti attuali o solo potenziali⁴¹.

In tale contesto di frazionamento del capitale e di crescente complessità, questi soggetti, assolutamente vitali per lo sviluppo del sistema capitalistico, poiché grazie ai loro risparmi fornivano il capitale necessario per finanziare ingenti investimenti, avevano il bilancio di esercizio quale unico strumento a loro disposizione per ottenere informazioni sull'azienda⁴².

I soci non avevano, infatti, un rapporto personale con l'impresa, e le loro scelte di allocazione del capitale venivano prese facendo una valutazione comparativa dei guadagni attesi da ciascuna delle alternative di investimento disponibili.

L'elevata polverizzazione delle quote di partecipazione, insieme alla rapida circolazione delle azioni, porta le società a dover competere tra loro per accaparrarsi il capitale offerto da questa categoria di investitori che, seppur piccoli, quando considerati isolatamente l'uno dall'altro, apportano, nel loro complesso, una notevole quantità di risorse; diventa, di conseguenza, necessario offrire a questi soggetti le informazioni che loro richiedono,

⁴¹ S. Sarcone, *La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi*, Cedam, Padova, 2011, pag. 437.

⁴² Jain, S., & Tiwari, H. N. (2024). "Value Relevance of Accounting Items under IFRS: Theory and Review of Literature." *International Journal of Economics & Finance Research & Applications*, 8(1).

ossia quelle necessarie per prendere decisioni razionali per valutare la reale convenienza del loro investimento⁴³.

In questa situazione si sviluppa il contesto dottrinale da cui hanno attinto i redattori del Framework che sono stati evidentemente influenzati dagli scritti di quegli autori che la letteratura identifica come gli iniziatori della cosiddetta Decision-usefulness Theoretical Approach. Secondo questo approccio, il bilancio deve fornire informazioni utili a coloro che, non avendo accesso, ho avendo un accesso comunque molto limitato, alle informazioni di origine interna all'impresa, considerano questo documento come uno strumento utile per ridurre le asimmetrie informative che sono diretta conseguenza del frazionamento del capitale e della separazione tra la proprietà e il controllo di cui abbiamo già riferito⁴⁴.

La situazione descritta rende agevole comprendere le ragioni per cui il vecchio Framework dei principi contabili internazionali - pubblicato nel 1989 - dopo aver individuato diversi potenziali users, dichiarava esplicitamente di concentrare la propria attenzione sui portatori di capitale di rischio. In particolare, il Framework individuava al paragrafo 9 diverse categorie di soggetti che potevano essere interessati alle informazioni pubblicate nel bilancio di esercizio, ossia gli azionisti, i lavoratori, i portatori di capitale di credito, i fornitori, i soggetti pubblici e la comunità di persone in genere. Si tratta, ad evidenza, di una classificazione davvero ampia e, d'altro canto, non poteva essere diversamente.

⁴³ F. Cerbioni; L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

⁴⁴ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In *Research Handbook on Financial Accounting* (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

È, infatti, noto che dal bilancio di esercizio traggono informazioni utili per le loro decisioni molte categorie di soggetti, come peraltro chiaramente gli evidenziato dalla letteratura economico aziendale italiana.

In questo contesto è evidente, tuttavia, che coloro che sono potenzialmente interessati a ottenere informazioni economico finanziarie sull'andamento della vita aziendale possano essere portatori di istanze diverse e, quindi, esprimere fabbisogni informativi tra di loro contrastanti⁴⁵.

Questo potenziale conflitto era risolto nel vecchio Framework stabilendo esplicitamente che l'attenzione era focalizzata principalmente sui fabbisogni informativi degli azionisti, attuali e potenziali, in quanto, a detta dello stesso Framework, il soddisfacimento dei fabbisogni informativi dei portatori di capitale di rischio permetteva di soddisfare anche la maggior parte delle esigenze conoscitive degli altri soggetti interessati il bilancio di esercizio.

La spiegazione della scelta operata dal Framework va ricercata nei paragrafi successivi dello stesso documento, dove si evidenzia che le decisioni economiche che debbono prendere i soggetti interessati al bilancio richiedono informazioni che li rendano edotti sulla cosiddetta cash generating ability, ossia sulla potenzialità dell'impresa di produrre flussi di cassa, su quali siano i tempi della loro probabile manifestazione e su quale sia il loro grado di certezza.

Questa capacità interessa, senza dubbio, i portatori di capitale proprio, che dall'entità di detti flussi attesi, dalla loro scansione temporale e dal livello di rischio, traggono informazioni utili per la valutazione attuale e prospettica del loro investimento e della

⁴⁵ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

loro probabile capacità dell'azienda di dar vita ad un flusso stabile di dividendi, ma anche le altre categorie di stakeholder che possono trarre, da questa tipologia di informazioni, elementi utili per soddisfare i loro fabbisogni conoscitivi⁴⁶.

Un'ultima considerazione prima di passare a valutare se il Framework preveda finalità del bilancio compatibili con la value relevance.

Sebbene il corposo fiorire di contributi sulla value relevance sia avvenuto durante il periodo in cui era in vigore il Framework cui abbiamo fatto riferimento in queste pagine, occorre rilevare che nel 2010 lo IASB, congiuntamente con il FASB, ha pubblicato il Conceptual Framework for Financial Reporting in cui, per quello che riguarda l'argomento discusso in questo paragrafo, sono presenti alcune differenze relativamente all'individuazione dei soggetti interessati all'informativa economico-finanziaria dell'impresa di cui il bilancio è parte.

In particolare, il paragrafo OB2 definisce come obiettivo dell'informazione economico-finanziaria la produzione di elementi utili agli investitori attuali e potenziali, a coloro che prestano denaro all'azienda e agli altri creditori, precisando - e qui è l'aspetto significativo - nelle Basis for Conclusions da un lato che questi destinatari del bilancio sono gli stessi elencati nel paragrafo 9 del vecchio Framework e, dall'altro, che non è prevista alcuna gerarchia tra i diversi users.

Ad una prima lettura quanto appena riportato potrebbe sembrare una differenza enorme rispetto alla precedente impostazione del Framework dove, lo ricordiamo, esplicitamente si faceva riferimento agli investitori come categoria destinataria dell'informazione che scaturisce dai bilanci di esercizio.

⁴⁶ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

A questo riguardo è opportuno tener presente che il *Conceptual Framework* è stato pubblicato in seguito a un progetto congiunto IASB - FASB e ha risentito in maniera significativa- su questo aspetto e non solo dell'impostazione americana contenuta nel FASB Concept Statement 1, il quale prevedeva una diretta individuazione dei soggetti destinatari del bilancio, senza focalizzare l'attenzione esclusivamente sugli investitori.

In questo senso, come osservato anche da Sarcone, non ci sono particolari differenze tra la vecchia (Framework) e la nuova impostazione (Conceptual Framework) se si considera che, come già riferito, le informazioni utili per gli investitori e per gli altri users sono comunque riconducibili alla cash generating ability che, come detto, esprime la potenzialità dell'impresa di generare flussi di cassa da cui i destinatari del bilancio possono trarre informazioni utili per i loro processi decisionali⁴⁷.

Se, dunque, il bilancio deve avere, nell'impostazione dei principi contabili internazionali, una funzione informativa e se l'informazione deve essere utile per i destinatari del bilancio, è legittimo domandarsi quali siano le caratteristiche che debbono avere le informazioni contenute nei conti annuali delle imprese⁴⁸e.

A questo riguardo sia il nuovo che il vecchio Framework concordano nell'affermare che, per dare informazioni che contribuiscano al processo decisionale dei vari soggetti, questa debbono fornire elementi utili per valutare:

- 1) L'entità dei flussi di cassa attesi;
- 2) La scansione temporale dei flussi di cassa attesi;

⁴⁷ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

⁴⁸ P. Moretti. *L'applicazione dei principi IAS nell'ordinamento italiano*. Corriere tributario online, Volume 27 – Fascicolo 30, 2014.

3) Il rischio associato alla produzione di questi flussi di cassa⁴⁹.

Appare evidente che il fabbisogno informativo che il Framework intende soddisfare con il bilancio di esercizio è un fabbisogno conoscitivo sostanzialmente uguale a quello di chi deve procedere alla valutazione del capitale economico d'impresa

D'altro canto, lo stesso Conceptual Framework sottolinea che, se è vero che i bilanci non hanno la funzione di rappresentare il valore economico dell'azienda, è però pur vero che gli stessi debbono fornire gli elementi conoscitivi utili per procedere ad una sua valutazione.

L'approccio proposto dai principi contabili internazionali sembra, quindi, orientare le valutazioni di bilancio verso una logica prospettica di tipo finanziario, di cui la dottrina italiana più recente ha avuto modo di rintracciarne i presupposti nel pensiero dei Maestri dell'economia aziendale⁵⁰.

Le considerazioni sin qui svolte ci permettono di rispondere al quesito che ci siamo posti nei paragrafi precedenti, al termine del quale ci eravamo domandati se la value relevance possa essere considerata come una delle caratteristiche in grado di migliorare la qualità informativa dei bilanci. L'impianto normativo dei principi contabili internazionali ha un approccio decisamente orientato alle finalità conoscitive degli users del bilancio.

Queste finalità conoscitive vengono soddisfatte se e nella misura in cui offrono informazioni utili a orientare le scelte ossia, secondo l'impostazione IASB-FASB, se forniscono indicazioni determinanti per stimare entità, tempi e rischi dei flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di produrre negli anni avvenire. In questo modo l'investitore,

⁴⁹ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

⁵⁰ F. Cerbioni; L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

attuale o potenziale, viene messo nelle condizioni di esprimere una razionale valutazione dell'impresa, anche se, lo si ribadisce, non è compito del bilancio rappresentare nei suoi prospetti numerici il valore economico dell'azienda⁵¹.

Pare, pertanto, evidente che dalla lettura del Framework emerge una tensione verso la comunicazione, attraverso il bilancio, di informazioni che siano value relevant per gli investitori, ossia informazioni rilevanti nel processo decisionale degli investitori che debbono valutare se acquistare o vendere i titoli della data azienda.

Tali informazioni sono considerate rilevanti seppur in maniera così diretta ed esclusiva come fatto dai principi contabili internazionali, anche dalla dottrina economico-aziendale italiana, che ha avuto modo di evidenziare come anche nel nostro paese il bilancio di esercizio abbia acquisito gradualmente sempre più la funzione di strumento di comunicazione esterna⁵².

II CAPITOLO

L'INFORMAZIONE CONTABILE COME VALORE AZIENDALE

2.1 Creazione di valore e successo dell'impresa

Il successo e la notorietà di cui gode un'impresa presso il pubblico dipendono da svariati fattori che possono individuarsi nei livelli di redditività conseguiti, nelle quote di mercato detenute, nella reputazione acquisita, nell'immagine che l'impresa dà di sé e dei suoi

⁵¹ Sarcone, op. cit. 2011, pp. 435-437.

⁵² Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

prodotti ed infine nella capacità di ottenere il consenso degli *stakeholder* e le preferenze dei consumatori.

Questo successo, potremmo riassumerlo in un'espressione detta "valore economico", ovvero ciò che l'impresa è in grado di creare mediante i processi produttivi, assicurando a tutti i propri *stakeholder* delle remunerazioni adeguate.⁵³

La creazione del valore economico, per un'impresa, è una condizione necessaria ma non sufficiente affinché l'impresa abbia successo. Di fatti, occorre che la capacità di generare ricchezza sia stabile e duratura e che le remunerazioni offerte agli *stakeholder* siano superiori a quelle delle imprese concorrenti.

Ad esempio, i soci, portatori di capitali di rischio, potrebbero decidere di chiudere l'azienda e investire i propri capitali in altre attività economiche, qualora la redditività del capitale a rischio non venisse giudicata conveniente rispetto a quella mediamente offerta da altri investimenti.

Allo stesso modo, se l'impresa non fosse puntuale nei pagamenti delle fatture d'acquisto, oppure non fosse in grado di rimborsare i capitali ricevuti in prestito e di pagare gli interessi relativi maturati puntualmente, i fornitori e tutti i portatori di capitali di debito potrebbero decidere di interrompere le forniture oppure di non concedere più prestiti.

Il successo di un'impresa in poche parole altro non è che il frutto delle scelte che l'impresa consegue nell'ambiente esterno, considerato sia come ambiente competitivo sia come ambiente sociale.

Nonostante l'impresa segua una finalità comune, ossia quella di creare un valore economico, ciascuna opera nell'ambiente esterno con una propria visione, scaturita dalle esperienze acquisite man mano, dalle idee e dei valori che guidano il management.

Ciascuna impresa ha pertanto una concezione personale di successo che si concretizza nella determinazione dei propri obiettivi da raggiungere⁵⁴.

Per alcune di esse, il successo è realizzato dalla massimizzazione del valore economico per gli azionisti; altre invece ritengono di aver raggiunto il successo nel momento in cui riescono a soddisfare compiutamente le attese di tutti gli *stakeholder*, realizzando un equilibrio tra le varie aspettative.

⁵³ In economia, con il termine *stakeholder* si fa riferimento ad un soggetto direttamente o indirettamente coinvolto in un progetto o in un'attività di un'azienda.

⁵⁴ Grzybek, O., & Nichita, E.-M. (2024). "Value-relevance of intangibles - a structured literature review." In Research Handbook on Financial Accounting (pp. 185–205). Edward Elgar Publishing.

Altre, invece, fissano ancora oggi come traguardo indicativo di performance di successo l'internazionalizzazione.⁵⁵

2.2 La gestione strategica

Le scelte compiute dalle imprese, all'interno dell'ambiente in cui operano, non sono scelte casuali ma nascono da precise convinzioni del management sugli obiettivi da conseguire.

La definizione degli obiettivi e le decisioni da assumere per la loro realizzazione costituiscono gli elementi basilari della strategia da adottare.

La strategia aziendale consiste in un insieme prestabilito di decisioni, attraverso le quali l'impresa fissa gli obiettivi di medio/lungo periodo e predispone un piano di azioni, definite linee guida, per realizzarli.

⁵⁵ Cfr. Astolfi, Barale & Ricci, *Entrare in azienda oggi*, Milano, RCS S.p.A, 2016.

Rientrano nella strategia aziendale quelle scelte che modificano il rapporto impresa/ambiente, che implicano il confronto con le imprese concorrenti nella ricerca della prassi migliore al fine di far acquisire all'impresa una posizione di leadership.

La formulazione delle strategie è sempre collegata a decisioni che tendono al miglioramento continuo sia in ambito economico-finanziario, sia in ambito sociale e ambientale.

La strategia sociale comprende tutte quelle attività finalizzate a favorire i rapporti con il personale dipendente e a ottenere un giudizio etico positivo da parte della collettività e dei suoi gruppi più rappresentativi, quali ambientalisti, animalisti, associazioni per la tutela dei diritti umani, ecc. ...

La strategia competitiva riguarda, invece, le scelte che l'impresa effettua sul mercato all'interno del quale opera, con i clienti, i fornitori e le sue imprese concorrenti, alla ricerca di vantaggi competitivi sostenibili e di lunga durata che le consentono di ottenere la leadership.

Per acquisire una posizione dominante, l'impresa deve conquistare quote di mercato in modo da abbattere la concorrenza e costringerla a perdere di competitività e uscire dal mercato.

Le scelte in ambito sociale interagiscono con la strategia competitiva in quanto le stesse variabili dell'ambiente generale (quali variabili demografiche, socioculturale politico-legislative e macroeconomiche) influenzano anche l'ambiente specifico (il mercato).

Entrambi gli ambienti condizionano l'attività dell'impresa e di conseguenza ne possono restare influenzati, innescando così una spirale che, a seconda delle scelte effettuate, può essere virtuosa, ossia può portare l'impresa a ottenere una posizione di leadership, o al contrario può escludere l'impresa la quale sarà costretta a modificare il proprio comportamento se vuole evitare la cessazione dell'attività.

Molte imprese, specialmente negli anni Ottanta del '900, si sono esclusivamente occupate della dimensione concorrenziale, concentrandosi e preoccupandosi solamente sul prodotto/servizio offerto, ricercando la massima efficienza nelle scelte tecniche di produzione, la miglior combinazione tra qualità e prezzo di vendita, ma trascurando completamente la dimensione sociale.

L'esigenza di risparmiare sul costo dei fattori produttivi utilizzati è stata soddisfatta, in molti casi, localizzando le produzioni nei Paesi in via di sviluppo. Pur di assicurare la

massima redditività del capitale di rischio e massimizzare il valore di mercato delle azioni, alcune imprese hanno adottato comportamenti eticamente non corretti, quali l'impiego di lavoro minorile, lo sfruttamento indiscriminato delle risorse umani e naturali, ecc ...

Successivamente, quando l'opinione pubblica è venuta a conoscenza del modo dissennato in cui avvenivano le produzioni, sono iniziate vere e proprie azioni di boicottaggio. I fatti hanno dimostrato che tali imprese, malgrado il successo riscontrato in passato e la notorietà del marchio, sono state sanzionate dal mercato e hanno dovuto modificare il proprio atteggiamento in ambito sociale e ambientale.

Comunque sia, tutte le scelte strategiche sono complesse e riguardano l'intera organizzazione. Il vertice aziendale decide quali obiettivi privilegiare e con quali azioni raggiungerli.

Coerentemente con la direzione strategica individuata, i soggetti della linea intermedia dovranno prendere le decisioni operative, predisponendo i mezzi idonei a realizzare le scelte strategiche.

La gestione strategica si sviluppa quindi, mediante le seguenti fasi:

- Definizione della *mission*⁵⁶ e degli obiettivi di lungo termine;
- Analisi dell'ambiente esterno al fine di individuare le opportunità o fronteggiare le minacce;
- Analisi dell'ambiente interno, al fine di valutare in termini quantitativi e qualitativi le risorse di cui l'impresa dispone;
- Selezione delle strategie;
- Attuazione delle strategie, modellando la struttura organizzativa aziendale secondo gli obiettivi da conseguire.

Affinché si ottengano i risultati desiderati, le scelte strategiche devono essere definite in maniera coerente, seguendo un percorso che procede "dal generale al particolare". A seconda dell'ampiezza degli obiettivi da perseguire e dei livelli di coinvolgimento della struttura organizzativa aziendale, possono essere pertanto individuate e distinte:

⁵⁶ La *mission* rappresenta la vocazione dell'impresa e allo stesso tempo, il mezzo con cui l'impresa esplicita e comunica ai propri interlocutori ciò che intende realizzare, in che cosa vuole essere identificata, quale immagine desidera offrire di sé stessa e dei suoi prodotti.

- Strategie di corporate, che coinvolgono l'intera organizzazione aziendale. Si tratta di strategie che riguardano la definizione del ruolo che l'impresa vuole assumere nell'ambiente competitivo e sociale, i valori considerati fondamentali, la *mission* che intende realizzare;
- Strategie di business, che riguardano le singole divisioni aziendali (unità di business) e ASA (aree strategiche di affari), impegnate nei mercati specifici in cui opera l'impresa;
- Strategie funzionali, che si riferiscono alle singole funzioni aziendali e rappresentano l'ultimo livello di definizione delle strategie.

Lo sviluppo delle strategie di *corporate* è seguito dalle strategie di business, che a loro volta sono seguite dalle strategie funzionali, mediante le quali si realizzano operazioni mirate al raggiungimento dell'efficienza nei processi produttivi, a pubblicizzare le caratteristiche del prodotto/servizio, a reperire i capitali necessari per poter svolgere le attività aziendali nella maniera più conveniente, ecc. ...⁵⁷

Missione aziendale, strategie, ambiente circostante e risorse da utilizzare al fine di attuare le azioni idonee a realizzare quanto programmato sono strettamente collegati.

I cambiamenti che intervengono nell'ambito esterno possono indurre a riconsiderare la *mission* aziendale, così come l'inadeguatezza delle risorse disponibili può modificare le scelte strategiche originariamente effettuate.

2.3 Analisi dell'ambiente esterno e interno

Come abbiamo detto nel paragrafo precedente, il successo di un'impresa dipende dalla sua capacità di interagire con gli stakeholder.

⁵⁷ Cfr. P. Ravazzi, *L'impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili*, Bologna, Il Mulino, 2013.

Pertanto, ancor prima di effettuare qualsiasi scelta strategica bisogna analizzare le caratteristiche economiche e sociali dell'ambiente esterno all'impresa e individuare le variabili che lo condizionano.

L'ambiente esterno all'impresa è costituito da molteplici variabili che non possono essere modificate né controllate direttamente dall'impresa e che, oltretutto, sono in continua evoluzione.

Si tratta della cultura e degli stili di vita delle persone, dell'andamento demografico, dell'andamento macroeconomico, della legislazione e del regime politico dello Stato dove l'impresa è già presente e intende operare.

Tale ambiente influenza la redditività aziendale con l'intensità diversa a seconda del settore e dei mercati in cui l'impresa agisce, condizionando di fatto anche l'ambiente competitivo.

Anche nei mercati dove l'impresa agisce coesistono più attori e più variabili che impongono alle imprese di effettuare precise scelte strategiche.

L'integrazione delle aree geografiche e la globalizzazione dei mercati hanno reso l'ambiente competitivo sempre più difficile da dominare perché maggiormente soggetto a repentini e continui cambiamenti.

Tuttavia, affinché sia possibile definire una valida strategia occorre che tali cambiamenti siano previsti in modo da poter programmare le azioni e predisporre i mezzi per sfruttare le opportunità oppure per fronteggiare le minacce.

Opportunità e minacce incidono sulla competitività dell'impresa in misura diversa a seconda dalle caratteristiche strutturali del settore in cui l'impresa svolge i propri processi produttivi.

Per esempio, alcuni settori di attività sono caratterizzati dalla presenza esclusiva di imprese di grandi dimensioni, perché per accedervi occorre disporre di ingenti somme da investire, in altri settori è possibile entrare solo possedendo specifici brevetti ecc.

Tali fattori costituiscono barriere di ingresso per le imprese che già operano nel settore perché di fatto ostacolano o impediscono l'entrata sul mercato a nuove imprese concorrenti. Tuttavia, tali protezioni possono essere rimosse in seguito a circostanze esterne, quali mutamenti dell'ambiente generale o anche la scoperta di nuove tecnologie e/o di nuove tecniche di produzione.

M. Porter individua in qualsiasi ambiente competitivo la coesistenza di cinque forze variabili che costituiscono fonti di opportunità o di minacce di cui ogni impresa deve tener conto.

Le imprese concorrenti costituiscono il primo ostacolo da superare; nell'analisi dell'ambiente competitivo occorre quindi valutare sia l'intensità della concorrenza attuale (il numero di imprese presenti nel settore, la quota di mercato da ciascuna posseduta ecc.), sia la concorrenza potenziale, ossia la possibilità che nuove imprese possano entrare nello stesso settore offrendo prodotti equivalenti o sostitutivi.

Il potere contrattuale dei fornitori e dei clienti, presenti rispettivamente nel mercato di approvvigionamento e nel mercato di sbocco, influenza la redditività dell'impresa, imponendo condizioni di acquisto e vendita che possono essere più o meno favorevoli.

Nonostante sia basata sul concetto di rivalità, una strategia competitiva può essere attuata anche attraverso la cooperazione tra imprese, dando vita ad alleanze e accordi anche di natura temporanea, come ad esempio succede nelle reti d'impresa oppure stipulando accordi temporanei per fronteggiare le minacce del mercato.

L'analisi dell'ambiente interno consiste, invece, nell'individuare le risorse e le competenze di cui l'impresa dispone allo scopo di valutare il punto di forza e di debolezza dell'organizzazione.

Tale analisi è di solito condotta in relazione al posizionamento di mercato ricercato, utilizzando quale strumento di indagine la catena del valore.

In questa fase si tratta di capire quali leve strategiche (risorse e competenze) sono disponibili per superare la concorrenza; è necessario effettuare un'analisi puntuale, individuando le principali caratteristiche di ciascuna risorsa in relazione al contributo offerto ai diversi processi aziendali, misurandone la forza o la debolezza in relazione a specifici indicatori.

All'interno dell'organizzazione aziendale le risorse di cui l'impresa dispone vengono diversamente utilizzate e combinate con le necessarie attività per svolgere i processi produttivi.

Queste attività si possono raggruppare in base al loro contenuto, in modo da costituire una funzione aziendale.

Per rappresentare la sequenza delle funzioni mediante le quali l'impresa genera margini di utili è spesso utilizzata la catena del valore, strumento che agevola l'analisi

dell'ambiente interno, poiché rende immediatamente percepibili le attività che l'impresa svolge.

La catena del valore costituisce la scomposizione dell'intera attività aziendale nelle sue parti principali (funzioni aziendali) allo scopo di individuare in che modo, ciascuna di queste funzioni, contribuisca alla redditività complessiva dell'impresa.

Le funzioni generatrici di valore possono essere distinte in funzioni primarie e in funzioni di supporto. Le funzioni primarie riguardano direttamente la realizzazione del ciclo di trasformazione e la vendita dei prodotti; esse comprendono:

- Logistica;
- produzione;
- marketing;
- vendita.

Le funzioni di supporto, strumentali allo svolgimento delle funzioni primarie, si distinguono in:

- approvvigionamenti;
- personale;
- ricerca e sviluppo;
- funzioni infrastrutturali.

Se il valore attribuito dai clienti ai prodotti offerti è superiore al costo sostenuto per il complesso delle attività svolte, l'impresa consegue un margine di utile; se invece è inferiore, l'impresa deve svolgere le sue attività a un costo inferiore, oppure deve differenziare qualitativamente i suoi prodotti per creare più valore e conseguire, in tal modo, un ricavo maggiore.

L'ottenimento di un vantaggio competitivo implica non solo il saper produrre ma richiede che tutte le funzioni aziendali siano tra loro integrate e coordinate in vista degli obiettivi che l'impresa intende raggiungere.

Ad esempio, è opportuno che la funzione di ricerca e sviluppo sia svolta tenendo conto dei risultati delle indagini di mercato dell'area marketing e che sia in stretto contatto con la funzione di produzione.

Sarebbe, infatti, del tutto privo di significato economico progettare e realizzare prodotti non richiesti dal mercato.

Il coordinamento tra le diverse funzioni deve avvenire nella maniera più efficiente possibile, ossia riducendo i costi sostenuti per svolgere le diverse attività generatrici di valore.

Oltretutto, una volta raggiunta la leadership, l'impresa deve essere in grado di sostenere il vantaggio competitivo acquisito, ovvero, deve essere in grado di rinnovare nel tempo la sua posizione competitiva.

In ciascuna impresa le funzioni assumono ruoli assai importanti tenendo conto del settore di attività. Ad esempio, nelle imprese della grande distribuzione le funzioni dominanti sono gli approvvigionamenti e la logistica, in particolare per il servizio clienti; nei settori farmaceutici e delle biotecnologie, solitamente, è la funzione ricerca e sviluppo che assume un ruolo critico per la competitività aziendale; nel settore dell'abbigliamento molto spesso sono il marketing e la produzione a determinare il successo dell'impresa.

Ciascuna impresa, inoltre, eccelle in alcuni processi interni ma probabilmente ha anche delle aree di attività dove non ottiene risultati soddisfacenti ed è inferiore alle imprese concorrenti.

Per acquisire una posizione di leadership occorre quindi far leva sui punti di forza e correggere o eliminare le attività che non generano valore.

Ad esempio, nel settore dell'abbigliamento, Benetton ha individuato nel design, negli approvvigionamenti delle materie prime e nella tintura dei capi le fonti per conseguire un vantaggio competitivo.

Per questo motivo tali attività sono sempre mantenute all'interno dell'azienda, insieme al controllo di qualità e alla logistica di distribuzione. Mentre la filatura, tessitura, il taglio e le attività di finissaggio e imballaggio dei capi d'abbigliamento sono fasi del processo produttivo considerate non competitive, da assegnare fornitori esterni.⁵⁸

Dopo aver analizzato l'ambiente esterno e interno, per elaborare la propria strategia, l'impresa deve valutare attentamente i propri punti di forza e di debolezza e correlarli con le opportunità e le minacce presenti nel contesto ambientale in cui opera.

Tale ulteriore passaggio assume la denominazione di *Analisi Swot*, acronimo che deriva dalle lettere iniziali dei corrispondenti termini inglesi. In poche parole, si tratta di compiere un'analisi comparativa che consente di valutare sinteticamente le probabilità di successo e insuccesso di una determinata strategia prima che venga attuata.

⁵⁸ Cfr. P. Ravazzi, *L'impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili*, il Mulino.

La strategia di *corporate* riguarda le macro-scelte imprenditoriali con le quali si definisce l'orientamento strategico di fondo dell'intera organizzazione, ossia le linee guida, l'atteggiamento che l'impresa intende assumere sia nell'ambiente competitivo, sia nell'ambiente sociale.

L'orientamento strategico viene deciso dai vertici aziendali in base alle aspettative sui futuri cambiamenti dell'ambiente esterno avendo, però come punto di riferimento, la qualità e la quantità di risorse di cui l'impresa dispone.

Una volta individuato l'orientamento strategico, le successive macro-scelte riguardano la definizione:

- Del business in cui l'impresa vuole competere, ossia la scelta del mercato in cui entrare e dei prodotti da offrire. È possibile, al riguardo, distinguere l'impresa multi-business, cioè che opera contemporaneamente con più prodotti in diversi mercati, dall'impresa che invece decide di affacciarsi in un solo mercato (single business), con una sola tipologia di prodotto (per esempio nel mercato delle calzature, attraverso l'offerta della sola linea produttiva scarpe da uomo);
- Delle risorse da utilizzare. Tra gli obiettivi da perseguire e risorse, esiste uno stretto legame in quanto senza possedere i mezzi necessari non è possibile perseguire e realizzare alcun obiettivo. Nelle imprese multi-business, oltre a stabilire di quante e di quali risorse l'impresa dispone, occorre stabilire come le medesime debbano esser assegnate ad un business piuttosto che ad un altro.;
- Della struttura organizzativa da realizzare. Tra struttura organizzativa e strategie da realizzare esiste uno stretto legame di interdipendenza: le caratteristiche della strategia condizionano il modello organizzativo aziendale e viceversa. Dato che, le strategie di corporate coinvolgono l'intera organizzazione, un cambiamento strategico che focalizza l'attenzione sullo sviluppo oppure sulla contrazione delle attività produttive necessariamente comporta delle modifiche a vari livelli dell'assetto organizzativo.

Le strategie di sviluppo vengono attuate ogni qual volta vi sia l'esigenza di incrementare i volumi produttivi o di conquistare nuovi mercati ampliando l'attività aziendale. Tali strategie si realizzano mediante la concentrazione oppure mediante la diversificazione.

Con la concentrazione l'impresa aumenta gli investimenti in un solo settore di attività, giudicato particolarmente attraente; la diversificazione invece consiste nell'ingresso dell'impresa in una nuova unità di business o in un nuovo settore di attività.

In entrambi i casi vengono perseguiti obiettivi di crescita che, a seconda delle modalità con cui vengono realizzati, possono portare a un vero e proprio aumento delle dimensioni all'interno della stessa azienda, oppure alla formazione di gruppi aziendali.

All'interno di ciascuna impresa, che opera in diversi mercati e in svariati settori di attività, coesistono più aree strategiche di affari che spesso coincidono con le divisioni aziendali attivate in base ai segmenti di mercato serviti, in relazione alle linee di prodotti offerti, alle fasce di clientela suddivise per sesso, età anagrafica o per stili di vita.

Un'area strategica di affari (ASA) è la parte di un'organizzazione che ha una propria strategia, un proprio mercato, propri concorrenti, propri obiettivi di produzione, vendita e redditività distinti da quelle delle altre ASA presenti nell'impresa.

Poiché non sempre è possibile concentrare le risorse su tutte le attività generatrici di valore in un'uguale misura, compete alla strategia di corporate definire quali aree strategiche di affari potenziare e quali invece sopprimere.

Ciascuna area strategica può costituire un settore chiave da sviluppare e sul quale orientare le proprie azioni.

A seconda del tasso di sviluppo delle vendite rapportate alla quota di mercato detenuta, vi possono essere:

- ASA ad alto tasso di sviluppo, con quote di mercato basse; operano in settori ancora emergenti, con un mercato in evoluzione, caratterizzato da un elevato rischio; tali aree strategiche d'affari, occupandosi della produzione di beni in fase di lancio e con prospettive incerte, che richiedono ingenti finanziamenti, sono spesso in perdita, sostenendo costi superiori ai ricavi. In gergo tali aree strategiche d'affari sono denominate *Children* (bambini) o *question marks* (punti interrogativi) perché presentano problemi di crescita e di incertezza dei risultati;
- ASA ad alto tasso di sviluppo, con quote di mercato elevate; operano in settori in fase di sviluppo, che dominano il mercato e presentano prospettive reddituali soddisfacenti. Tali aree strategiche d'affari sono definite *stars* (stelle);
- ASA a basso sviluppo, con quote di mercato elevate; sviluppano produzioni affermate, ma in settori maturi. Esse devono principalmente difendere le posizioni acquisite sul mercato, strategia che non richiede ingenti investimenti; sono quindi dotate di redditività e liquidità soddisfacenti e per tale motivo sono definite *cash cows* (mucche da mungere)

- ASA a basso tasso di sviluppo; con quote di mercato basse; operano in settori in declino, con un insoddisfacente equilibrio reddituale e finanziario; quindi, con scarse prospettive di sopravvivenza durevole; sono definite *dogs* (cani).

La scelta dell'area strategica di affari da potenziare dipende dall'EVA che segnala gli investimenti in cui il rendimento del capitale investito eccede il costo del capitale stesso. Saranno quindi sviluppate le ASA che utilizzano risorse meno costose rispetto al rendimento da esso offerto, mentre viceversa saranno accantonati o eliminati i progetti che distruggono valore.

A differenza delle strategie di corporate che interessano l'intera struttura aziendale e hanno come orizzonte tutti i mercati di attività dell'impresa, le strategie di business si occupano delle singole ASA.

Naturalmente tali strategie sono realizzate solamente nelle imprese multi-business; infatti, se l'impresa opera in un unico mercato con una sola linea di prodotti, la strategia di corporate racchiude le decisioni della strategia di business.

A livello di business la strategia riguarda:

- Quale vantaggio competitivo ricerca nel mercato, ossia come affermarsi nell'ambiente competitivo;
- Come affrontare la concorrenza;
- Quali prodotti/servizi sviluppare e quali mercati servire affinché i consumatori posino ritenersi completamente soddisfatti.

La strategia di business può realizzarsi agendo su una specifica funzione aziendale o contemporaneamente su più funzioni aziendali. Ovviamente, poiché fanno parte di un'unica organizzazione, le scelte effettuate a livello di ASA devono essere coerenti con le strategie decise a livello di corporate.

Nel mercato l'obiettivo primario di qualsiasi impresa consiste nel conquistare e conservare le preferenze dei consumatori al fine di ottenere un vantaggio competitivo sulle imprese concorrenti.

Il vantaggio competitivo di un'impresa consiste nella sua capacità di creare valore per gli acquirenti dei propri prodotti; tale valore è misurato dal prezzo che i clienti sono disposti a pagare in funzione dei benefici che attendono di ottenere.

Il vantaggio competitivo può essere raggiunto utilizzando due leve:

- *Leadership* di costo: l'impresa deve essere in grado di fornire prodotti equivalenti a quelli della concorrenza ma a prezzi più bassi;
- *Differenziazione*: l'impresa deve essere in grado di fornire prodotti con caratteristiche qualitative tali da distinguerla dalle imprese concorrenti e da determinare le preferenze e la fedeltà dei clienti; in tal caso questi ultimi possono essere insensibili agli aumenti di prezzo.

L'obiettivo della leadership di costo è quello di mantenere il costo di fabbricazione del prodotto al di sotto di quello delle imprese concorrenti al fine di utilizzare il prezzo come leva competitiva: vendendo prodotti simili a prezzi più bassi l'impresa realizza maggiori volumi di vendita.

L'obiettivo delle strategie di differenziazione è quello di offrire un prodotto/servizio che presenti caratteristiche particolari, di unicità, tali da indurre il cliente ad acquistarlo, indipendentemente, dal più alto prezzo di vendita.

La differenziazione può essere attuata sfruttando elementi tangibili, come l'elevata qualità dei materiali utilizzati, le caratteristiche di affidabilità del prodotto, oppure elementi intangibili, facendo leva sul marchio e su aspetti psicologici che rendono il prodotto/servizio uno *status symbol* agli occhi del consumatore.

Le imprese che operano nel mercato globale utilizzano strategie che minimizzano i costi e al contempo rendono le produzioni differenziate.

Questo grazie alle radicali innovazioni tecnologiche, gestionali e organizzative recentemente introdotte che rendono possibile combinare l'esigenza di produrre a bassi costi con quella di ottenere produzioni differenziate.

Inoltre, grazie all'automazione degli impianti e all'introduzione delle tecnologie informatiche applicate ai processi produttivi è possibile utilizzare le stesse attrezzature per fabbricare prodotti diversi, variando non solo quantitativamente, ma qualitativamente il mix dell'offerta sul mercato, in base alle esigenze dei consumatori.

Tali strategie abbinano alle tecniche di ottimizzazione della capacità produttiva soluzioni organizzative che portano a una produzione più snella e flessibile e adottano i sistemi gestionali del *time to market* proponendo una nuova concezione di qualità totale in grado di favorire la fidelizzazione dei consumatori.

La *lean production*, detta anche come produzione snella, si ispira al principio "usa meno di tutto per ottenere di più" e si basa sulla frammentazione del sistema aziendale in piccoli

sottosistemi nei quali si lavora in gruppo, ossia in maniera collettiva e senza una stabile gerarchia.

Le produzioni comportano meno scorte, meno lavoro, meno sprechi, meno difetti, minor numero di fornitori per ottenere diversi prodotti e più servizi per i clienti.

Il *time to market*, invece si concretizza nella riduzione dell'intervallo di tempo intercorrente tra la decisione di fabbricare un nuovo prodotto e il suo lancio sul mercato. Essere in grado di progettare, realizzare e mettere in vendita un nuovo prodotto in tempi brevi, significa seguire meglio l'evoluzione dei gusti della clientela e ottenere un forte vantaggio competitivo.⁵⁹

2.4 La value relevance dell'informativa contabile

La letteratura fornisce diverse definizioni relative al concetto di *value relevance* (Kormendi, et al., 1987; Lev, 1989; Holthausen et al., 2001; Kothari, 2001). In modo particolare Francis e Schipper (1999) hanno fornito alcune interpretazioni alternative della stessa.

Ecco di seguito alcune rilevanti posizioni sul tema da parte dei citati studiosi.

L'informativa contabile è *value relevant*:

1) se le quantità contabili catturano i valori fondamentali dell'azienda (Ou et al., 1989; Harris et al., 1990). Ad esempio, la value relevance del capitale netto potrebbe essere misurata in termini di capacità dello stesso di esprimere adeguatamente il valore dell'azienda oppure la value relevance del risultato contabile potrebbe essere misurata in

⁵⁹ P. Manzoni, *Il piano strategico d'azienda*, Franco Angeli, 2015.

termini di capacità dello stesso di esprimere correttamente la performance economica dell'azienda;

2) se le quantità contabili aiutano a predire le variabili utilizzate nei modelli di valutazione delle aziende. Ad esempio, la value relevance dei redditi potrebbe essere misurata dalla capacità degli stessi di predire i futuri dividendi, flussi di cassa e redditi;

3) se esiste un'associazione statisticamente significativa tra le quantità contabili e i valori di mercato. In particolare, tale interpretazione prevede due possibili approcci:

a) segnaletico (signalling) dove l'informativa contabile è value relevant se una quantità contabile è in grado, nel breve periodo, di cambiare l'insieme di informazioni presenti nel mercato. Questa interpretazione implica che la value relevance è misurata in termini di "novità". Pertanto, l'informazione value relevant cambia i prezzi di mercato perché porta gli investitori a revisionare le proprie aspettative³⁴;

b) di misurazione (measurement) dove l'informativa contabile è value relevant se una quantità contabile è associata in modo significativo, nel lungo periodo, con l'informazione usata dagli investitori.

Tale associazione suggerisce che una quantità contabile è in grado di catturare o riassumere le informazioni a prescindere dalla fonte informativa. Secondo la terza interpretazione, prevalente negli studi condotti in letteratura, una quantità contabile è definita value relevant se si associa ai valori di mercato (Barth et al., 2001).

Le ricerche sulla value relevance, pertanto, si preoccupano di verificare se le quantità contabili sono in grado di spiegare differenze, nel tempo e nello spazio, nella variazione dei valori di mercato (es., prezzi e rendimenti azionari).

Esaminare tale variazione richiede la specificazione di un modello di regressione dipendente, a sua volta, dal modello di valutazione adottato (come ad esempio quello di Ohlson, 1995) sulla base di specifiche ipotesi, nonché da considerazioni di natura econometrica (Landsman et al., 1988).

Da un punto di vista operativo, una distinzione chiave deve essere effettuata tra gli studi che esaminano il livello dei prezzi (o dei rendimenti di borsa) e quelli che esaminano le variazioni nel livello dei prezzi (o nei rendimenti di borsa).

I primi sono interessati a determinare ciò che è riflesso nel valore complessivo aziendale.

I secondi invece sono volti a determinare ciò che è riflesso nei cambiamenti del valore su un determinato periodo. Perciò, se le domande di ricerca sono relative a determinare

se date quantità contabili siano in grado di catturare o riassumere le informazioni che influiscono sul valore delle azioni allora l'esame del livello della value relevance è la scelta appropriata del disegno di ricerca. Mentre se le domande di ricerca sono relative a determinare la tempestività e il ruolo nella formazione delle aspettative delle quantità contabili, allora è necessario esaminare il valore delle variazioni nella value relevance.

Per quanto concerne gli studi di misurazione, Francis e Schipper (1999) definiscono due diversi approcci di misurazione della value relevance:

- l'approccio dei rendimenti (returns-based approach), basato sul rendimento totale che potrebbe essere ottenuto da una conoscenza a priori delle informazioni di bilancio;
- l'approccio del potere esplicativo (explanatory power approach), basato sulla capacità delle quantità contabili di spiegare i valori di mercato. Un decremento nel tempo dei rendimenti totali o del potere esplicativo evidenzierebbe una perdita di value relevance e dunque della capacità in-formativa della documentazione contabile.

La relazione tra informativa contabile e valori di mercato è uno degli argomenti maggiormente analizzati negli studi di financial accounting. Caratteristica saliente di tali studi è l'attenzione predominante sulla variabile del reddito. Questo approccio trova fondamento su modelli di valutazione che si focalizzano in misura maggiore sulle informazioni di natura reddituale rispetto a quelle di natura patrimoniale.

Nonostante il ruolo centrale assunto dal reddito all'interno del sistema informativo-contabile, le evidenze empiriche (Lev, 1989; Lev, 1997; Francis et al., 1999) delle ricerche relative alla associazione tra valori contabili e di mercato dimostrano la debolezza di tale relazione.

Diverse spiegazioni possono essere avanzate in proposito: una prima, relativa alle manchevolezze delle metodologie di ricerca utilizzate; una seconda, riconducibile all'irrazionalità degli investitori; una terza collegabile al minore contenuto informativo dei redditi correnti in relazione ai rendimenti futuri e dovuto alla soggettività di alcune misure contabili, all'inadeguatezza di taluni criteri di valutazione e all'incidenza di politiche di bilancio discrezionali (earnings management).

Escludendo le prime due spiegazioni, Lev (1989) suggerisce che le ricerche sulla qualità dell'informativa contabile, e del reddito in particolare, debbano spostare la propria attenzione verso un'esplicita considerazione delle questioni di natura contabile.

A tal proposito, Penman e Zhang (2002) dimostrano che quando il management di un'azienda realizza una contabilità prudentiale (conservative accounting), le variazioni nell'ammontare degli investimenti possono influire sulla qualità del reddito.

In particolare, nel caso di un incremento degli investimenti, i redditi attuali risulterebbero sottostimati non costituendo un valido indicatore di quelli futuri. Inoltre, si è sottolineato che i bilanci basati sul modello del costo storico (cost accounting model) abbiano progressivamente perso la propria utilità informativa a causa di importanti cambiamenti avvenuti nel sistema economico (Rimerman, 1990; Sever et al., 1990; Jenkins, 1994; Collins et al., 1997; Lev et al., 1999).

Tuttavia, Hayn (1995), Elliot e Hanna (1996) e Basu (1997) hanno suggerito come anche altri fattori, tra i quali l'incremento delle aziende in perdita e delle partite straordinarie, possano aver contribuito alla diminuzione della capacità informativa (value relevance) dei redditi.

La letteratura (Berger et al., 1996, Barth et al., 1997; Burgstahler et al., 1997; Collins et al., 1997) ha, anche, sottolineato che i fattori che avrebbero contribuito a determinare un declino della value relevance del reddito potrebbero aver causato un incremento di quella del patrimonio netto, come confermato da alcuni studi empirici (Collins et al., 1997).

Pertanto, una comunicazione credibile riduce le asimmetrie informative dando luogo a contrattazioni più efficienti. Tuttavia, nel caso in cui il management utilizzi la propria discrezionalità in modo opportunistico, il reddito sarebbe una misura meno attendibile della performance aziendale.

In definitiva, se gli *accrual* sono il risultato di una contrattazione efficiente, allora sono in grado di migliorare la capacità del reddito di misurare la performance aziendale rispetto al flusso di cassa realizzato. All'opposto, se gli *accrual* divengono espressione di politiche di bilancio, il flusso di cassa costituirà, nel breve periodo, una misura di sintesi più utile. Una questione imprescindibile nella valutazione degli studi sulla value relevance delle quantità contabili è relativa al fatto di considerare se i parametri di verifica della value relevance risentono dell'influenza derivante dalle inefficienze di mercato. Infatti, molti studi sulla value relevance sembrano proporre delle deduzioni basate sull'assunto implicito che il mercato di borsa sia efficiente.

Tuttavia, solide evidenze empiriche suggeriscono, al contrario, che il mercato potrebbe non essere completamente efficiente nell'elaborazione delle informazioni pubbliche.

Ad esempio, lo studio di Abody et al. (2002) evidenzia che i prezzi non sono in grado di catturare in modo esaustivo le informazioni contenute nelle quantità contabili. Risulta pertanto fondamentale considerare gli effetti dell'inefficienza del mercato quando si traggono conclusioni negli studi sulla value relevance.

Le ricerche sull'associazione tra l'informativa contabile e i valori di mercato possono migliorare la comprensione del ruolo dell'informativa contabile nell'ambito della comunicazione economico-finanziaria come processo di guida degli investitori e costituire altresì, un significativo supporto ai processi di regolamentazione contabile.

Le ricerche sulla value relevance possono avere importanti implicazioni sulla regolamentazione contabile e dunque costituire materia di ampio interesse anche per gli standard setter. In letteratura (Boone et al, 2001) la metodologia value relevance è stata utilizzata anche nel tentativo di fornire.

Le politiche di bilancio non sono sempre facilmente rilevabili, conducendo gli stakeholder a desiderare misure di performance più attendibili come, ad esempio il flusso di cassa (Ball, 1969; Watts et al., 1986).

Secondo tale approccio i prezzi di mercato sarebbero in grado di costituire la migliore approssimazione (proxi) del valore economico dell'azienda. Di conseguenza, i criteri e i metodi contabili in grado di generare quantità che si associano in misura maggiore ai prezzi di mercato sono considerati più informativi e conseguentemente utili agli investitori.

Tuttavia, parte della letteratura (Holthausen et al., 2001; Ronen, 2001) ha evidenziato i rischi legati all'utilizzo di tale approccio per la regolamentazione contabile. In primis, è stato evidenziato come non sarebbe possibile procedere alla stima dell'utilità di un determinato criterio contabile esclusivamente attraverso l'associazione con i valori di mercato (prezzi, rendi-menti, sovra rendimenti ecc.).

In secondo luogo, è stato sottolineato come i prezzi non contengano informazioni relative ai soli valori economici fondamentali (Krause et al., 1989; Grossman, 1995). Altri fattori possono, in-fatti, far sì che i prezzi di mercato divergano notevolmente da tali valori⁵⁵; non sarebbe, pertanto, corretto ipotizzare a priori che i prezzi di mercato siano in grado di costituire la migliore approssimazione (proxi) del valore economico dell'azienda (Dontoh et al., 2001).

Ciononostante, molti studi sulla value relevance ipotizzano che il ruolo fondamentale della contabilità sia quello di fornire misure in grado di associarsi al valore economico dell'azienda (valuation approach) o di fornire informazioni significative per tale valore (direct valuation approach).

A tal proposito, Holthausen e Watts (2001) sostengono che focalizzarsi esclusivamente sulla funzione di valutazione impedisca di sviluppare una teoria effettivamente utile agli standard setter. Infatti, i principi espressi dal FASB (SFAC n. 1) escludono esplicitamente l'approccio direct valuation mentre sostengono che quello input-to-equity costituisce solo uno dei molteplici obiettivi perseguibili dal bilancio.

Tale considerazione conduce gli autori ad affermare che la metodologia value relevance non sia in grado da sola di fornire implicazioni utili per la regolamentazione contabile.

Alla luce di quanto detto, si sottolinea come i risultati delle ricerche sulla value relevance non consentano di valutare pienamente l'utilità di alternative politiche contabili.

In particolare, Ronen (2001) afferma che tali implicazioni non possano basarsi esclusivamente sugli studi di associazione e che, nella migliore delle ipotesi, gli stessi possano portare alla luce solo alcuni aspetti della questione.

Barth et al. (2001), tuttavia, sostengono che la presenza di altri obiettivi attribuibili al bilancio non renda meno importanti le ricerche sulla value relevance.

Tali studi, infatti, cercano esclusivamente di fornire evidenze sulla capacità informativa di particolari valori contabili. Pertanto, possono essere utilizzati come input per la regolamentazione contabile influenzando sui processi decisionali.

III CAPITOLO

IL LEGAME TRA ESG E GREENWASHING

3.1 La sostenibilità aziendale

La sostenibilità aziendale tiene conto di tre aspetti strettamente correlati: la dimensione ambientale, quella sociale e quella economica.

Per un'azienda l'essere sostenibile implica il fatto di dover essere in grado di conseguire simultaneamente una sostenibilità in questi tre ambiti. Se anche in uno solo di essi

l'azienda non è in grado di “soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”, l'azienda non può definirsi sostenibile⁶⁰. Vediamo nel dettaglio cosa significano.

- **Sostenibilità ambientale** significa tutelare l'ambiente e il rinnovamento delle risorse naturali. Da un punto di vista aziendale, essa comporta un impegno nel ridurre al minimo i danni provocati dalle attività produttive. Infatti, per produrre beni e servizi un'azienda inevitabilmente genera un impatto sull'ambiente naturale. Basti pensare all'inquinamento dell'aria derivante dai mezzi di trasporto delle materie prime.
- **Sostenibilità sociale** vuol dire garantire condizioni di giustizia, salute, equità e benessere per le persone. Le aziende orientate alla sostenibilità sociale tendono a costruire condizioni appropriate di sicurezza sul posto di lavoro, così come a creare un senso di appartenenza e di autorealizzazione nei propri collaboratori, oltre che di uguaglianza in termini di trattamento.
- La **sostenibilità economica** corrisponde alla capacità di generare profitti nel tempo. Tale caratteristica mette l'azienda nelle condizioni per poter continuare a operare e soddisfare una molteplicità di bisogni⁶¹.

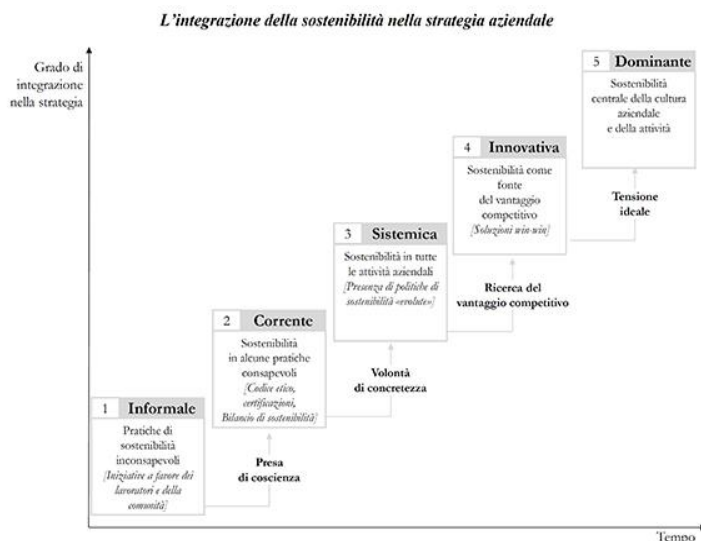
Solo attraverso la loro gestione integrata l'azienda diventa capace di generare valore nel tempo, per sé e per una molteplicità di interlocutori. Integrare la sostenibilità in azienda implica un cambiamento del suo modo di operare, che può avvenire solo in modo graduale e con un persistente impegno nel tempo.

La decisione di integrare i principi della sostenibilità all'interno del proprio modo di operare comporta per l'impresa un cammino di progressiva innovazione che solitamente si sviluppa per gradi.

A tal proposito sono stati identificati cinque stadi che portano a una crescente integrazione dei principi della sostenibilità nel modo di operare dell'azienda. Il passaggio da uno stadio al successivo è favorito da alcuni elementi che sono sinteticamente illustrati nella figura seguente.

⁶⁰ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

⁶¹ E. Ronchi, *La transizione alla "green economy"*, Edizioni Ambiente, 2018.



Nel primo stadio “informale” le aziende adottano iniziative di sostenibilità sporadiche e spesso inconsapevoli, ad esempio in favore dei propri dipendenti, fornendo loro buoni pasto e assistenza sanitaria integrativa⁶². Inoltre, le aziende in questo primo stadio solitamente fanno donazioni a favore di organizzazioni non-profit e associazioni, oppure cercano di ridurre l'utilizzo della carta e le emissioni di CO₂.

Con la presa di coscienza che le attività attuate sono riconducibili a un orientamento alla sostenibilità, le aziende passano allo stadio successivo “corrente” in cui le iniziative sono pensate e appositamente create.

Alcuni esempi di iniziative caratterizzanti lo stato corrente sono la redazione di un codice etico, di un bilancio sociale o di sostenibilità, così come il conseguimento di certificazioni ambientali e/o sociali.

Nel momento in cui emerge la volontà di mettere in atto strategie di sostenibilità in tutte le attività aziendali si passa al terzo stadio, denominato sistematico. Ad esempio, la funzione risorse umane potrebbe mettere in atto iniziative volte allo sviluppo del benessere dei dipendenti e alla loro possibilità di conciliare la vita lavorativa con quella privata. Lo *Strategic Human Resource Management* si preoccupa dunque di mettere in linea tutte quelle funzioni delle Risorse Umane attraverso degli obiettivi strategici per migliorare sempre di più la performance.

L'aspetto strategico della HRM consiste in quattro elementi chiave:

1. l'uso della pianificazione;

⁶² Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

2. un approccio coerente alla progettazione e gestione dei sistemi del personale basati su una politica dell'occupazione e della strategia della forza lavoro, spesso sostenuto da una "filosofia"⁶³;

3. collegare le attività e le politiche di HRM a qualche strategia esplicita.

L'aspetto principale si fonda sul "concetto di una doppia integrazione: coerenza tra le pratiche HR e coerenza di tutte le pratiche HR con la strategia dell'organizzazione. In altre parole, il messaggio chiave della letteratura HRM è il bisogno di stabilire una stretta relazione sinergica tra la strategia o pianificazione aziendale e la strategia o pianificazione HRM"⁶⁴.

L'azienda potrebbe, inoltre, chiedere ai propri fornitori di attenersi a una serie di comportamenti etici. Ancora, la funzione logistica potrebbe delineare una strategia finalizzata alla riduzione degli effetti negativi generati sull'ambiente naturale.

Il superamento di questo terzo stadio si ha nel momento in cui l'azienda concepisce la sostenibilità come fonte di vantaggio competitivo. Infatti, nel quarto stadio "innovativo", vengono sviluppate soluzioni per rispondere alle esigenze di consumatori sempre più attenti agli aspetti socio-ambientali e, allo stesso tempo, in grado di generare vantaggi per l'azienda in termini di margini più elevati oppure di costi e rischi inferiori.

Infine, l'ultimo stadio, definito "dominante" caratterizza quelle aziende in cui la sostenibilità assume un ruolo centrale nella cultura aziendale. Rientrano in quest'ultimo stadio le *società benefit*⁶⁵, il cui obiettivo è la generazione di valore condiviso.

⁶³ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

⁶⁴ Canonici A., *La gestione delle risorse umane come chiave del successo aziendale*, Milano, Franco Angeli, 2004

⁶⁵ Le Società Benefit sono aziende a duplice finalità che perseguono volontariamente, nell'esercizio dell'attività d'impresa, oltre allo scopo di lucro anche una o più finalità di beneficio comune. Introdotto in Italia nel 2016, sul modello delle Benefit Corporation presenti negli USA, lo status giuridico è stato adottato da oltre 500 aziende italiane, che l'hanno riconosciuto come modello ottimale per affrontare le sfide del nuovo millennio.

3.2 Investimenti: verso una scelta sostenibile

Rispetto al passato, le variabili che oggi governano le dinamiche competitive nello scenario economico attuale, sono cambiate significativamente. Di conseguenza, le aziende, si sono imbattute in diverse problematiche che hanno portato, in maniera significativa, ad un cambiamento rapido e inesorabile che ha premiato chi ha saputo sfruttare per primo le nuove regole del gioco, estromettendo dal mercato chi non è stato in grado di reagire prontamente e correttamente alle nuove sfide⁶⁶.

Fino a qualche tempo fa, era diffusa la convinzione che l'attenzione verso l'impatto ambientale rientrasse nella Responsabilità Sociale dell'impresa, evidenziandone prevalentemente quelli che erano i risvolti puramente giuridici o persino etici e morali, e

⁶⁶ P. Malavasi, L'impresa della sostenibilità, Vita e pensiero, 2007.

scollegando invece possibili impatti sul modello di business e sulle aspettative del mercato.

Oggi, invece, le aziende sono mosse dalla consapevolezza che esista un legame crescente tra le *green practices* e la sostenibilità ambientale da una parte, e le *performance* ed il successo di un'impresa dall'altra⁶⁷.

Gli elementi peculiari che stanno facendo crescere in maniera esponenziale l'interesse verso questo tema ed all'incremento costante degli investimenti includono:

- la sensibilità crescente della stessa impresa e l'adeguamento all'evoluzione normativa (sempre più frequente e stringente in questi anni);
- la necessità dell'aumento della qualità dei prodotti e la contemporanea riduzione dei materiali impiegati e dei costi necessari per la loro produzione;
- il miglioramento dell'immagine e della reputazione agli occhi di consumatori sempre più sensibili all'evoluzione ambientale nel prossimo futuro;
- le nuove opportunità di mercato⁶⁸.

La sostenibilità, pertanto, finisce di essere meramente ambientale ed allarga i suoi confini al modello di business "sostenibile" dell'impresa.

Ciò che manovra le scelte delle aziende in questa direzione è da considerarsi autonomo e relativo a *policy* e scelte interne dell'azienda, a testimonianza di un interesse e di una consapevolezza crescenti verso il tema della sostenibilità. Tuttavia, esistono anche dei fattori esterni, di notevole importanza, come l'evoluzione normativa, l'evoluzione delle dinamiche di mercato o delle mosse dei *competitor*.

Nell'ultimo decennio, abbiamo assistito ad un incremento considerevole dell'interesse verso la tematica della sostenibilità ambientale, riscontrando quanto l'operato di cittadini e organizzazioni a livello mondiale stia danneggiando fortemente il pianeta. Come singoli, sempre più persone stanno facendo il possibile per cercare di migliorare le loro abitudini per salvaguardare l'ambiente, ma non basta.

⁶⁷ A. Cirullo, *La corsa della Green Economy. Come la rivoluzione verde sta cambiando il mondo*, Edizioni Ambiente, 2010.

⁶⁸ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

Ecco perché, al contempo, si è cominciato a parlare di aziende sostenibili, sostenibilità aziendale e sviluppo sostenibile come sottoinsiemi di un'area più ampia quale l'Etica d'Impresa.

Le aziende hanno dovuto adeguarsi all'insorgere di un problema che non poteva non riguardare anche le loro attività, sia in qualità di soggetti che contribuivano agli stessi danni sia in qualità di coloro che ne subivano gli effetti nel tempo⁶⁹.

Dopo la grave crisi economica lineare, incentrata esclusivamente sullo sfruttamento delle risorse per il soddisfacimento dei bisogni numerosi e risorgenti dei consumatori si pensò di promuovere una transizione da un modello economico lineare ad uno economico circolare, grazie all'introduzione e all'attuazione di nuove misure, riforme e normative idonee.

La transizione ad un modello circolare viene considerata come una delle primissime priorità nell'agenda europea, i cui benefici sono molto significativi e riguardano:

- riduzione degli impatti ambientali;
- minimizzazione della crescente dipendenza dalle importazioni;
- aumento dei risparmi economici.

Le prime riforme sono state introdotte nel periodo compreso tra il 2008 e il 2016, anni in cui Commissione Europea ha elaborato un piano d'azione all'interno del quale sono state stabilite le tempistiche da rispettare al fine di raggiungere gli obiettivi principali previste dalla “*green economy*”. Inoltre, questo piano d'azione stabilisce anche aree specifiche di intervento e misure chiave da adottare come:

- gestione dei rifiuti⁷⁰;
- adozione di modelli di consumo sostenibili;
- progettazioni mirate alla conservazione ambientale.

Quando parliamo di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) si intende la volontà e la pratica da parte di un'impresa di incorporare tematiche con ricadute sociali e ambientali all'interno del proprio sistema di decisione e gestione, i ridurre i propri impatti sull'ambiente e sul contesto territoriale, in modo responsabile e trasparente,

⁶⁹ A. Cirullo, *La corsa della Green Economy. Come la rivoluzione verde sta cambiando il mondo*, Edizioni Ambiente, 2010.

⁷⁰ La prima strategia UE per la plastica e per i rifiuti è stata adottata nel gennaio 2018 dopo aver raggiunto un accordo a tre, rispettivamente Commissione, Parlamento e Consiglio UE.

conformemente con la legislazione Nazionale e Internazionale, ma anche capace di andare al di là delle prescrizioni normative⁷¹.

L'elemento distintivo della RSI è quello di affiancare alla Responsabilità Economica anche una Responsabilità Sociale, che crea valori tangibili e intangibili, per tutto ciò che sta intorno all'azienda.

Essa si basa innanzitutto su due importanti considerazioni:

L'impresa è un vero e proprio generatore di occupazione e in quanto tale deve garantire ai propri dipendenti i diritti di cui sono titolari. Deve anche mantenere uno stabile livello di occupazione in modo da garantire una capacità di generare ricchezza costante nel tempo.

L'impresa deve conseguire l'obiettivo di uno sviluppo economico sostenibile, deve cioè essere in grado di utilizzare le risorse che ha a disposizione evitando gli sprechi.

Un prodotto, infatti, non è apprezzato unicamente per le caratteristiche qualitative esteriori o funzionali ma il suo valore è stimato in gran parte per le caratteristiche non materiali, quali le condizioni di fornitura, i servizi di assistenza e di personalizzazione, l'immagine ed infine la storia del prodotto stesso.

Risulta pertanto evidente come l'impegno "etico" di un'impresa sia entrato direttamente nella cosiddetta catena del valore prospettando così l'utilizzo di nuovi percorsi e leve competitive coerenti con uno sviluppo sostenibile per la collettività.

I principi alla base della RSI sono:

- Trasparenza e Stakeholders:

Operare secondo principi e pratiche di anticorruzione e di concorrenza leale, valutare periodicamente le aspettative dei vari stakeholders (dipendenti, clienti, fornitori, comunità locale, ambiente) e promuoverne il dialogo e il coinvolgimento. Assicurare buone e corrette relazioni con la catena dei fornitori e sub-fornitori.

Intraprendere il percorso per ottenere il rating di legalità di cui al Decreto-legge 24 marzo 2012 n. 27, convertito con la Legge 62/2012, per consentire trasparenza e semplificazione nei rapporti con gli stakeholders e con la Pubblica Amministrazione.

- Benessere Dipendenti / Conciliazione Vita-Lavoro:

⁷¹ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" Asian Journal of Accounting Perspectives, 15(2).

Promuovere pari opportunità di trattamento dei dipendenti uomini e donne e favorire processi di inclusione anche verso i portatori di disabilità. Favorire lo sviluppo di un contesto di lavoro sicuro e attento alle condizioni di lavoro. Assicurare il periodico confronto, ascolto e coinvolgimento attivo dei dipendenti per favorire il benessere in azienda.

- Clienti e Consumatori:

Realizzare prodotti e servizi sicuri che garantiscano bassi impatti ambientale e facilità nel loro smaltimento e / o recupero. Realizzare attività di vendita, marketing e commercializzazione oneste e basate su comunicazioni e messaggi non fuorvianti o ingannevoli. Attivare azioni di comunicazione e dialogo con i consumatori nell'ambito della gestione delle informazioni, reclami e miglioramento continuo dei prodotti / servizi.

- Gestione Green di prodotti e processi:

Prevenire e ridurre forme di inquinamento, contenere la produzione di rifiuti e favorire il recupero e il riciclaggio degli scarti di produzione. Migliorare l'efficienza energetica nei processi produttivi e negli edifici e utilizzare energie rinnovabili per mitigare gli effetti sul cambiamento climatico. Introdurre criteri di Eco-Design in fase di lancio di nuovi prodotti. Contribuire a proteggere i sistemi naturali e la biodiversità del territorio, utilizzando in modo sostenibile le risorse naturali comuni.

Tra i Paesi Europei rientra anche l'Italia che, mediante una legge organica per la “*green economy*”, ha inaugurato un'economia circolare innovativa e sostenibile⁷².

Il pacchetto di norme ambientali ha siglato nuove concrete opportunità di sviluppo per la nostra economia, ponendo l'Italia nei primi posti nel contesto europeo in termini di innovazione e sostenibilità.

Differente è apparsa la situazione negli Stati Uniti d'America dove il rapporto tra economia, politica ed ambiente risulta essere molto più complicato a causa dell'amministrazione vigente, che si discosta molto sia da quella italiana sia da quella europea.

A puntare, invece ad un modello economico leggermente diverso è stata la Cina, la quale ha subito una crescita esponenziale dovuta alla loro economia basata per lo più sulle

⁷² Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

esportazioni, di bassa qualità ma con elevati impatti ambientali portandola a raggiungere posizioni di rilievo e facendola affermare come una vera e propria potenza mondiale.

Nonostante questo, essa tutt'ora detiene il primato per l'emissione di gas serra con circa il 30% delle emissioni globali di CO₂, superiori, di gran lunga, a quello di USA ed Europa. Tuttavia, la svolta *green* da parte del Governo cinese va ricercata negli indicatori ambientali, quali i numerosi investimenti in fonti di energia rinnovabili e la grande emissione di *green bond*⁷³.

L'obiettivo è quello di innalzare la soglia di approvazione dei nuovi progetti per lo sviluppo sostenibile industriale e di limitare il numero di fabbriche inquinanti nelle regioni in cui le condizioni ambientali sono già sotto torchio.

A tal proposito, non bisogna confondere la "green economy" con il concetto di "sviluppo sostenibile"⁷⁴ poiché l'economia green non intende soltanto rendere le produzioni ecocompatibili bensì persegue l'obiettivo di produrre business, di portare avanti un giro d'affari molto ampio, capace di fatturare e promuovere guadagni.

⁷⁵Lo sviluppo sostenibile è quello che soddisfa i bisogni della generazione attuale, senza compromettere le capacità future di rispondere ai propri bisogni. L'obiettivo principale della sostenibilità, come vedremo in maniera approfondita nel paragrafo successivo, si raggiunge mediante la coniugazione delle tre fondamentali dimensioni dello sviluppo, riconosciute come:

- **Sostenibilità ambientale:** la quale richiede l'input tra risorse naturali e l'output, in modo tale da far rimanere invariata la produttività dei sistemi ecologici;
- **Sostenibilità economica:** riguardante la conservazione del capitale, ovvero consumare il reddito senza compromettere la sua capacità di crearne ancora.

⁷³ Cfr. N. Ferri, *Sviluppo sostenibile e Cina, Le sfide sociali e ambientali del XXI secolo*, L'asino d'Oro, 2014,

⁷⁴ Con "sviluppo sostenibile" si intende quella di sviluppo economico compatibile con la salvaguardia dell'ambiente e dei beni liberi per le generazioni future, che ha dato vita all'economia sostenibile, appoggiandosi almeno in parte alla cosiddetta economia verde.

⁷⁵ E. Ronchi, *La transizione alla "green economy"*, Edizioni Ambiente, 2018.

- **Sostenibilità sociale**, il cui fondamento sta nel rispetto dei diritti umani e la diffusione delle opportunità di sviluppo.⁷⁶

In tal contesto, rientra la Finanza Etica, che può intendersi come veicolo di una visione di sviluppo orientato alla sostenibilità.

Per conseguire tale obiettivo essa si serve dell'investimento che integra queste tre dimensioni ambientale, economica e sociale.

In Italia, per fare un esempio concreto, i settori della “*green economy*” che fanno registrare maggiori successi sono quelli dell'energia e del recupero dei rifiuti.

Ci troviamo di fronte ad un'economia a basso impatto ambientale, la quale considera l'ambiente come “investimento” impegnando le proprie risorse in progetti “*green*”, mediante l'azione di banche e organizzazioni che decidono di lavorare proprio con questo genere di economia⁷⁷.

Ricordiamo, che le banche prestano attenzione, in modo che i loro investimenti vengano impiegati per affermare la sostenibilità ambientale. Vi è, sovente, un certo interesse per i progetti green e per la loro attuazione, per i quali le banche mettono a disposizione degli specifici finanziamenti aventi l'obiettivo principale di incentivare le idee a sostegno dell'ambiente⁷⁸.

Esistono, difatti, diversi finanziamenti bancari per le energie rinnovabili all'interno del contesto della *green economy*. Nel biennio 2014/2016 circa il 52,6% delle medie imprese industriali hanno investito nel *green*, risultando più competitive ed in grado di contribuire a sviluppare in maniera attiva delle esternalità sociali positive, come ad esempio un incremento dell'occupazione del 41%.

Le banche supportano le PMI in questa fase di transizione, poiché esse costituiscono il principale target per i prodotti di finanziamento delle banche pensati per l'efficienza energetica.

⁷⁶ M. Cavallito, E. Isonio, La finanza etica e sostenibile in Europa, Primo Rapporto 2017. Disponibile su: www.fcfe.it

⁷⁷ E. Ronchi, *La transizione alla “green economy”*, Edizioni Ambiente, 2018.

⁷⁸ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

L'allocazione mirata di risorse pubbliche può agevolare il ruolo del settore bancario nello sviluppare prodotti per il finanziamento di interventi di efficienza energetica. L'incentivo, insieme a soluzioni quali la cessione del credito maturato dall'impresa direttamente alla banca può, ad esempio, facilitare il finanziamento di interventi di efficienza energetica. Le banche, credendo fortemente nel potenziale mercato alla base dell'Economia circolare e della “*green economy*”⁷⁹, attuano processi in grado di innovare i propri servizi e rispondere alle esigenze di questo mercato.

Inoltre, esse gestiscono ed affidano agli *stakeholder* i propri impatti ambientali, la sostenibilità della propria operatività e l'orientamento all'economia circolare. In tal contesto, la loro esperienza può essere impiegata nell'attività di valutazione di imprese e progetti in ottica “Green”⁸⁰.

I temi ambientali, sociali e di governance (ovvero le cosiddette tematiche ESG) sono sempre più al centro dell'attenzione nelle decisioni d'investimento sia degli asset manager che della loro clientela. Una situazione che sta comportando una decisa crescita degli investimenti responsabili, generando così benefici economico-finanziari e l'importanza di una visione di lungo termine.

Ma qual è vero significato dell'investimento responsabile? E quale è stata la trasformazione e perché la sua importanza e soprattutto, il suo impatto sono destinati a diventare via via maggiori sia a breve che lungo termine? Di seguito proveremo a dare delle risposte, anche illustrando alcuni esempi pratici di investimento responsabile, dimostrando come l'allocazione di capitale in ottica ESG incida in maniera positiva e duratura sul mondo circostante e spiegando le ragioni per cui questo approccio stia rapidamente diventando la norma per tutti i prodotti e i servizi Invesco⁸¹.

L'investimento responsabile rappresenta probabilmente la tendenza più importante degli ultimi decenni. L'idea non è del tutto nuova, ma non è mai stata così raffinata, popolare o efficace come oggi. Un tempo accessorio, oggi è ritenuto essenziale: si è infatti evoluto

⁷⁹ E. Ronchi, *La transizione alla “green economy”*, Edizioni Ambiente, 2018.

⁸⁰ A. Cirullo, *La corsa della Green Economy. Come la rivoluzione verde sta cambiando il mondo*, Edizioni Ambiente, 2010.

⁸¹ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

da soluzione di nicchia in un modus operandi convenzionale, ritenuto sempre più una componente essenziale nella filosofia d'investimento a 360°.

L'espressione "investimento responsabile" comprende prodotti e servizi che rispecchiano un mutamento profondo negli interessi delle imprese, delle istituzioni e della società in generale. Un mutamento che ha coinciso con un passaggio dal tradizionale paradigma di "*shareholder capitalism*" (capitalismo degli azionisti) che misura il successo solo in base al profitto, a un modello talvolta definito "*stakeholder capitalism*" (capitalismo degli attori sociali e istituzionali), in cui la necessità di ottenere dei rendimenti interessanti va di pari passo con la volontà di servire al bene comune.

Business Roundtable, un'associazione di amministratori delegati di primarie corporate statunitensi, ha sottolineato l'entità e l'importanza di questa trasformazione continua in un'epocale dichiarazione in cui, dopo aver sostenuto il "primato degli azionisti" nel definire lo scopo di un'azienda, l'organizzazione si è posta in primo piano l'impegno di un'impresa a portare benefici a tutti gli azionisti, clienti, dipendenti, fornitori e per l'intera comunità.

Una prospettiva poi espressa a livello globale dagli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDG ONU): lanciati nel 2015 e definiti dall'ONU "un programma d'azione per la pace e la prosperità", i 17 SDG dell'Onu esprimono le questioni chiave che si pongono al pianeta e all'intera popolazione globale, da piaghe storiche come povertà e disuguaglianze a onnipresenti minacce esistenziali come il cambiamento climatico.

Queste, estrema sintesi, le problematiche che gli investimenti responsabili cercano di affrontare.

L'investimento responsabile cerca in altri termini di coniugare la performance degli investimenti con obiettivi non puramente economico-finanziari. Si tratta insomma di "fare la cosa giusta", incoraggiando la sostenibilità e contribuendo a cambiamenti positivi duraturi, e al contempo allocando il capitale nel modo più produttivo possibile e rispondendo a esigenze di lungo periodo, anziché puntare a guadagni di breve termine⁸². Sono molteplici le ragioni per ritenere che gli investimenti responsabili diventeranno una "nuova normalità". Tra di esse figurano l'indiscusso impatto positivo sulla performance

⁸² Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). "The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting." *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 3-75.

finanziaria, una più ampia disponibilità di dati, la maggiore consapevolezza di opportunità e rischi, la focalizzazione su aspetti normativi e legislativi, e ultimo ma non certo per importanza, il sentiment del pubblico e degli investitori⁸³.

Per decenni è imperversato il dibattito volto ad appurare se “convenga essere buoni” che ha visto gli avversari dell’investimento responsabile sostenere che tale filosofia limita l’universo d’investimento ed erode i rendimenti.

Oggi numerose ricerche indicano che è vero il contrario. È ampiamente riconosciuto che le imprese hanno maggiori probabilità di sovraperformare nel lungo termine se tengono conto dei fattori ambientali, sociali e di governance.

L’elemento determinante è che, grazie alla quantità e qualità di dati disponibili, i rapporti rischio-rendimento associati all’investimento responsabile sono ora molto più comprensibili.

Studi accademici, maggiore trasparenza, migliori informative e uso più sofisticato dei fattori – caratteristiche quantificabili che concorrono a chiarire i profili di rischio e rendimento nelle varie asset class – rafforzano la tesi a favore di un approccio sostenibile nel lungo periodo.

È assodato che l’investimento responsabile possa essere fonte di opportunità e che l’investimento irresponsabile possa comportare vari rischi significativi.

È risaputo che l’investimento responsabile rispecchi gli obiettivi sanciti dagli SDG ONU. È essenziale anche per conseguire gli obiettivi definiti nell’accordo di Parigi sul cambiamento climatico e altre iniziative fondamentali. Inoltre, programmi normativi ambiziosi come il Green Deal europeo e il Piano d’azione per la finanza sostenibile UE richiedono espressamente a imprese e investitori di intraprendere un percorso responsabile, o quanto meno spiegare la riluttanza a intraprenderlo. Non vi sono solo sostenitori ad alto livello dell’investimento responsabile, ma anche notevoli pressioni a adottarlo⁸⁴.

E gli investitori lo adottano. Vogliono fare una differenza.

Le modalità di allocazione del capitale presentano oggi legami crescenti con l’opinione pubblica, in particolare tra le generazioni più giovani. Come illustrato più avanti, i

⁸³ Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2022). "The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?" *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 15(2).

⁸⁴ Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). "The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting." *Journal of Accounting & Economics*, 31(1–3), 3–75.

millennial sono nettamente a favore dell'investimento responsabile e ciò non fa che corroborare la conclusione che tale approccio è destinato a definire il futuro.

I millennial sono fondamentali della continua crescita dell'investimento responsabile

I numeri parlano chiaro: secondo diversi studi, il 95% è la percentuale di millennial interessati all'investimento responsabile nel 2019 (+9% dal 2017), l'89% è la quota tra questi che si aspetta che le società finanziarie analizzino le performance delle imprese a livello ambientale, sociale e di performance, l'88% dei millennial ad alto reddito valuta poi attivamente l'impatto in termini ambientali, sociali e di governance dei loro investimenti e il 57% è percentuale di millennial che hanno ceduto gli investimenti, o si sono rifiutati di investire, in imprese esercitanti impatti ritenuti negativi su salute e benessere⁸⁵.

3.3 Fattori ESG e greenwashing

Negli ultimi anni, la crescente attenzione verso la sostenibilità ha portato alla diffusione di criteri e strumenti per valutare l'impatto ambientale, sociale e di governance delle imprese. I cosiddetti fattori ESG (Environmental, Social, Governance) sono oggi centrali nelle strategie aziendali e nelle decisioni di investimento. Tuttavia, accanto a un utilizzo virtuoso di questi strumenti, è emerso un fenomeno distorsivo noto come greenwashing, ovvero l'uso strumentale e fuorviante della comunicazione ambientale da parte delle imprese. Questo capitolo analizza i

⁸⁵ Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). "The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting." *Journal of Accounting & Economics*, 31(1–3), 3–75.

fondamenti dei criteri ESG e la problematica del greenwashing, evidenziando i rischi legati a una comunicazione non trasparente⁸⁶.

I fattori ESG rappresentano, dunque, un insieme di criteri utilizzati per valutare la sostenibilità e l'impatto etico delle attività aziendali. A differenza degli approcci tradizionali basati esclusivamente su indicatori economici, l'analisi ESG considera anche le esternalità ambientali e sociali, offrendo una visione più completa del valore e del rischio associato a un'impresa.

- Environmental: analizza l'impatto ambientale dell'azienda, con riferimento a emissioni di gas serra, consumo energetico, uso delle risorse naturali, gestione dei rifiuti, e tutela della biodiversità.
- Social: valuta il comportamento dell'azienda nei confronti dei dipendenti, delle comunità locali, dei fornitori e dei clienti, includendo aspetti come condizioni di lavoro, diritti umani, diversità e inclusione.
- Governance: concerne la struttura e le pratiche di governance dell'impresa, tra cui la trasparenza, la composizione del consiglio di amministrazione, la lotta alla corruzione e la tutela degli interessi degli azionisti⁸⁷.

L'integrazione dei criteri ESG nelle strategie aziendali e nelle scelte di investimento è divenuta una priorità anche grazie all'intervento normativo dell'Unione Europea (ad es. la CSRD - Corporate Sustainability Reporting Directive) e alla crescente pressione da parte degli stakeholder.

Con l'aumento dell'attenzione alla sostenibilità, molte imprese hanno iniziato a comunicare il proprio impegno ambientale. Tuttavia, non sempre tali dichiarazioni corrispondono a comportamenti concreti.

⁸⁶ Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). "Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe." *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(1), 85–119.

⁸⁷ Devalle, A., Onali, E., & Magarini, R. (2010). "Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe." *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(1), 85–119.

Il termine greenwashing indica la pratica con cui un'organizzazione fornisce un'immagine ingannevole del proprio impatto ambientale, enfatizzando iniziative ecologiche marginali e nascondendo comportamenti insostenibili.

Il greenwashing può assumere varie forme:

- Comunicazioni vaghe o prive di riscontri oggettivi;
- Uso strategico di colori e simboli (es. packaging verde) senza modifiche sostanziali al prodotto o processo produttivo;
- Promozione di iniziative ambientali isolate che non riflettono l'approccio complessivo dell'impresa⁸⁸.

Questa pratica, oltre a minare la fiducia dei consumatori e degli investitori, distorce il mercato e rallenta la transizione verso un'economia realmente sostenibile.

L'effettiva adozione dei criteri ESG richiede trasparenza, coerenza e misurabilità. Tuttavia, la mancanza di standard univoci e di controlli stringenti può facilitare pratiche di greenwashing, rendendo difficile per gli stakeholder distinguere tra impegno reale e mera comunicazione.

Tra le principali criticità si possono individuare:

- Mancanza di standard normativi armonizzati;
- Difficoltà nella raccolta e verifica dei dati ESG;
- Inflazione di certificazioni non sempre affidabili;
- Uso strategico del reporting di sostenibilità a fini reputazionali.

Per questo motivo, diventa fondamentale rafforzare i sistemi di monitoraggio, audit e rendicontazione non finanziaria, introducendo obblighi più stringenti e sanzioni per chi comunica in modo ingannevole.

Alla luce dell'analisi condotta in questo capitolo, appare evidente come la diffusione dei criteri ESG, pur rappresentando un passo importante verso una maggiore responsabilizzazione delle imprese, non sia esente da ambiguità e criticità. Il rischio di greenwashing, in particolare, si configura come una delle principali minacce alla

⁸⁸ Ibidem

credibilità e all'efficacia della finanza sostenibile, compromettendo la fiducia degli stakeholder e ostacolando la realizzazione di un cambiamento autentico.

In tal contesto, diventa fondamentale interrogarsi sul ruolo degli investitori, veri e propri attori chiave nella promozione di pratiche aziendali responsabili e nel contrasto a comportamenti opportunistici. È infatti attraverso le loro scelte di allocazione del capitale, le strategie di engagement e l'adesione a iniziative globali che gli investitori possono esercitare una pressione concreta verso un modello di sviluppo più etico, trasparente e sostenibile.

Il capitolo seguente sarà dedicato alla Meic Services di Gela, azienda che da anni si è completamente convertita agli investimenti sostenibili per la tutela e salvaguardia del territorio.

IV CAPITOLO

IL CASO STUDIO MEIC SERVICES



4.1 La Meic Services S.p.A.

Come è stato già posto in evidenza nei capitoli precedenti quella della sostenibilità è diventata una delle principali sfide per le imprese moderne, non solo per rispondere alle pressioni normative e sociali, ma anche per garantire la competitività a lungo termine e la reputazione aziendale. L'integrazione di pratiche sostenibili nelle attività quotidiane rappresenta una via per l'innovazione, il risparmio di risorse e la creazione di valore condiviso. Un esempio interessante di come una piccola e media impresa possa coniugare efficienza economica e responsabilità sociale è rappresentato dalla Meic Services, azienda situata a Gela, un comune della Sicilia.

La Meic Services rappresenta, oggi, una delle più importanti realtà imprenditoriale che opera nel settore dei servizi industriali gelesi, con particolare attenzione alla gestione dei rifiuti, al trattamento delle acque reflue e alla consulenza ambientale⁸⁹.

⁸⁹ www.meicservices.it

Fondata con l'obiettivo di rispondere alle crescenti esigenze di sostenibilità del territorio, Meic Services ha saputo evolversi nel tempo, combinando la crescita economica con l'impegno per la salvaguardia dell'ambiente e il benessere sociale.

Informazioni chiave		Descrizione
Sede		Gela (CL)
Anni di attività		Oltre 30 anni
Dipendenti		35
Certificazioni		Società Benefit
Business principali	Unit	Vendita carburanti, distribuzione metano (urbana, industriale, emergenziale)
Volume carburanti vendite		7 milioni di litri annui
Impegno sociale		Sostegno a ONLUS internazionali, attività culturali e sportive, premi ai dipendenti

Gela è una città che, nel corso degli anni, ha affrontato sfide importanti legate alla sua industrializzazione e all'impatto ambientale derivante dalle attività produttive. Negli ultimi decenni, il settore petrolchimico e industriale ha determinato gravi danni ecologici,

con conseguenti problemi di inquinamento atmosferico e delle acque, nonché una gestione inefficace dei rifiuti.

In tal contesto, la Meic Services ha rappresentato una risorsa fondamentale per la comunità di Gela. L'azienda si è impegnata attivamente in progetti di recupero e bonifica ambientale, contribuendo a migliorare la qualità dell'aria, delle acque e del suolo.

Attraverso l'implementazione di tecnologie avanzate, Meic Services ha ridotto significativamente l'impatto ecologico delle sue attività, applicando soluzioni innovative nel trattamento dei rifiuti e nel riutilizzo delle risorse naturali.

Meic Service ha integrato la sostenibilità nelle sue operazioni quotidiane, non solo come un obiettivo sociale, ma anche come un fattore strategico di sviluppo. Il trattamento delle acque reflue è uno degli ambiti in cui l'azienda ha saputo fare la differenza. Utilizzando tecnologie all'avanguardia per il recupero e la purificazione delle acque, Meic Services ha ridotto il consumo di risorse idriche e ha migliorato la qualità delle acque che vengono restituite all'ambiente.

Inoltre, l'azienda ha investito in soluzioni per la gestione dei rifiuti industriali, creando impianti di trattamento che non solo riducono l'impatto ambientale, ma che permettono anche il recupero di materiali riutilizzabili, contribuendo a una vera economia circolare. La capacità di Meic Services di adattarsi alle normative ambientali più stringenti e di anticipare le tendenze di mercato, la rende un esempio di come l'innovazione può rispondere alle sfide ambientali.

Oltre agli aspetti legati alla gestione ambientale, Meic Services ha adottato politiche di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) che pongono al centro il benessere della comunità locale. L'azienda si è impegnata in attività di sensibilizzazione e formazione per

promuovere una cultura della sostenibilità tra i suoi dipendenti e la cittadinanza. Inoltre, ha creato opportunità di lavoro per le persone della zona, favorendo l'inclusione sociale e sostenendo progetti educativi e culturali nel territorio⁹⁰.

Meic Service ha anche intrapreso un percorso di certificazione ambientale, ottenendo riconoscimenti ufficiali che attestano l'impegno dell'azienda per la protezione dell'ambiente e il miglioramento continuo delle proprie pratiche aziendali. L'accreditamento ISO 14001, che certifica il sistema di gestione ambientale, è uno degli esempi tangibili del suo impegno nella sostenibilità.

Uno degli aspetti più innovativi dell'approccio sostenibile di Meic Services riguarda l'efficienza energetica. L'azienda ha implementato un sistema di gestione energetica integrata che riduce il consumo di energia nelle sue operazioni quotidiane. L'uso di energie rinnovabili, come il fotovoltaico, e il miglioramento dell'efficienza energetica negli impianti di trattamento sono solo alcune delle azioni concrete per ridurre l'impronta ecologica complessiva dell'azienda.

Il futuro di Meic Service sembra orientato a rafforzare ulteriormente il proprio impegno verso un modello di business sostenibile, che vada oltre la semplice conformità alle normative ambientali e che abbracci una visione più ampia di sostenibilità integrata. La sfida sarà quella di continuare a innovare, rispondendo alle esigenze di un mercato sempre più esigente e consapevole dei temi ambientali.

Il caso della Meic Services di Gela dimostra come le imprese possano svolgere un ruolo cruciale nella transizione verso un futuro sostenibile. Attraverso pratiche di gestione

⁹⁰ www.meicservices.it

ambientale avanzate, investimenti in tecnologie innovative e una forte attenzione alla responsabilità sociale, l'azienda ha saputo coniugare crescita economica e impegno per la protezione dell'ambiente. Essa è un esempio di come, anche in un contesto difficile come quello di Gela, le imprese possano diventare agenti di cambiamento, dimostrando che la sostenibilità non è solo una scelta etica, ma una strategia vincente per il futuro.

Nel 2021 UniCredit ha sottoscritto un minibond “sostenibile” da 3,5 milioni di euro, della durata di 6 anni, emesso da Meic Services S.p.A., azienda con sede a Gela attiva da oltre 30 anni nel settore delle forniture di metano⁹¹. Il prestito era destinato al sostentamento di un ambizioso piano di crescita comprendente:

- Nuovi punti di caricamento in Sicilia (Patti, Paternò), Calabria (Marcellinara), Sardegna (Cagliari, Oristano)
- Acquisto di nuovi mezzi (carri bombolai e cisterne)
- Installazione di cabine di compressione, serbatoi e distributori di metano per autotrazione

Elemento chiave	Valore per il territorio e il mercato
Innovazione	Introduzione del primo Sustainability-Linked Bond in Sicilia
Finanziaria	
Finanza alternativa	Accesso a risorse fuori dal tradizionale canale bancario

⁹¹ www.ilgazzettinodigela.it

Sviluppo locale	Rafforzamento della rete infrastrutturale energetica nel Sud Italia
Sostenibilità	Percorso concreto verso una transizione ecologica nei trasporti e nei carburanti

L'azienda in questione si è sempre impegnata e continua a farlo nella riduzione dell'uso del gasolio a favore di carburanti alternativi a minor impatto ambientale, come il metano liquido.

Il minibond rappresenta un esempio concreto di finanza sostenibile e di supporto alla transizione ecologica delle PMI siciliane. L'operazione rappresenta un riconoscimento al percorso aziendale intrapreso, frutto di un'evoluzione culturale verso sostenibilità e innovazione. Questo segnò una svolta in quanto in Sicilia non era mai stato introdotto in un minibond un obiettivo di sostenibilità, segnando un precedente importante per la finanza alternativa nel Mezzogiorno.

MEIC SERVICES S.P.A. EMETTE UN MINIBOND SOSTENIBILE DA 3,5 MILIONI DI EURO SOTTOSCRITTO DA UNICREDIT DETTAGLI DELL'OPERAZIONE	
ELEMENTO	DETTAGLIO
IMPORTO DEL MINIBOND	3,5 MILIONI DI EURO

DURATA	6 ANNI
SOTTOSCRITTORE	UNICREDIT BANCA
EMITTENTE	MEIC SERVICES S.p.A. (Gela)
TIPOLOGIA	MINIBOND SOSTENIBILE (SUSTAINABILITY-LINKED BOND)
OBIETTIVO	FINANZIAMENTO DI UN PIANO DI CRESCITA E SVILUPPO
CARATTERISTICHE	MECCANISMO STEP UP/STEP DOWN SUL TASSO CEDOLARE LEGATO A OBIETTIVI ESG

4.2 Meic Services e investimenti sostenibili

Il caso della Meic Services di Gela è un esempio emblematico di come le imprese possano affrontare la sfida della sostenibilità non solo come un requisito normativo, ma come un valore intrinseco al proprio modello di business. La sostenibilità non è più una questione esclusivamente ambientale, ma è un concetto ampio che abbraccia l'efficienza

economica, la responsabilità sociale e il rispetto per le risorse naturali. Meic Service ha saputo integrare questi aspetti nella propria attività quotidiana, facendo della sostenibilità un fattore strategico in grado di supportare la crescita, ridurre i rischi e migliorare la competitività sul mercato⁹².

Anno	Investimento/Iniziativa	Luogo	Obiettivo/Impatto Ambientale	Fonte
2021	Emissione minibond sostenibile da €3,5 milioni	N/A	Finanziamento per sviluppo infrastrutture LNG	Italia Oggi, Economia Sicilia
2021	Progetto punti rifornimento LNG	Sicilia (Patti, Paternò), Calabria (Marcellinara), Sardegna (Cagliari, Oristano)	Creazione infrastrutture per carburante a basso impatto ambientale	Italia Oggi, Economia Sicilia

⁹² www.meicservices.it

Anno	Investimento/Iniziativa	Luogo	Obiettivo/Impatto Ambientale	Fonte
2021	Acquisto mezzi e Diverse attrezzature per LNG	sedi operative	Riduzione CO ₂ , Italia Oggi, efficientamento trasporti	Economia Sicilia
2022	Inaugurazione prima Patti (ME) colonnina LNG in Sicilia		Riduzione CO ₂ del 15%, risparmio costi del 43% rispetto al gasolio	La Sicilia

La Meic Services ha compreso che l'adozione di pratiche ecocompatibili e l'investimento in tecnologie verdi non solo migliorano l'impatto ambientale, ma costituiscono anche un vantaggio competitivo. Attraverso l'implementazione di processi innovativi di gestione dei rifiuti e trattamento delle acque reflue, l'azienda ha creato un modello operativo più efficiente, riducendo i costi legati all'energia e ai materiali e migliorando la propria resilienza rispetto alle fluttuazioni del mercato. Questo approccio ha permesso di ottenere una posizione di leadership nel settore dei servizi ambientali, non solo in Sicilia, ma anche a livello nazionale, dove la crescente attenzione alle questioni ecologiche e al rispetto delle normative ha fatto della sostenibilità un criterio di selezione fondamentale per i partner e i clienti.

Un altro aspetto chiave del modello di sostenibilità di Meic Service riguarda la forte integrazione della Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) nelle sue attività. L'azienda

non si limita a rispettare le normative ambientali, ma va oltre, assumendo un ruolo attivo nella promozione della sostenibilità a livello sociale e culturale. Investire nella formazione dei dipendenti, nel sostegno alla comunità locale e nella creazione di posti di lavoro ha permesso all'azienda di rafforzare il legame con il territorio e di diventare un punto di riferimento per la cittadinanza di Gela.

Le azioni concrete di Meic Services in ambito CSR, come il sostegno a progetti educativi e sociali, contribuiscono a creare un impatto positivo che va ben oltre il semplice miglioramento delle condizioni ambientali. L'azienda, quindi, non solo risponde alle esigenze ecologiche, ma si impegna anche a generare un valore condiviso, che coinvolge tutte le parti interessate: dai dipendenti ai fornitori, dai clienti alla comunità locale.

Un ulteriore elemento che distingue Meic Services è l'impegno nell'innovazione tecnologica. L'azienda ha saputo adottare soluzioni avanzate nel trattamento dei rifiuti e nel recupero delle risorse, promuovendo pratiche che vanno nella direzione di un'economia circolare. Il trattamento delle acque reflue e il recupero di materiali riutilizzabili, ad esempio, sono stati resi possibili grazie a investimenti in tecnologie sostenibili che riducono il consumo di risorse naturali e minimizzano l'impatto sull'ambiente. L'introduzione di impianti a basse emissioni e l'utilizzo di energie rinnovabili come il fotovoltaico sono solo alcune delle scelte che hanno permesso a Meic Services di ottimizzare i propri processi, riducendo significativamente la propria impronta ecologica.

Questa spinta all'innovazione, non solo tecnologica ma anche organizzativa, è ciò che ha reso Meic Service un esempio di eccellenza nell'ambito della sostenibilità. L'adozione di un Sistema di Gestione Ambientale ISO 14001 è stata la formalizzazione di un impegno costante verso il miglioramento continuo e la riduzione dell'impatto ambientale. Questo

approccio proattivo consente all'azienda di essere pronta a rispondere a sfide future, come l'introduzione di nuove normative o l'evoluzione delle aspettative del mercato in termini di sostenibilità.

Nella tabella sottostante possiamo vedere come, nel biennio 2022/2024 ka Meic Services abbia ottenuto preziosi riconoscimenti in termini di sostenibilità.

Anno	Riconoscimento	Descrizione	Fonte/Riferimento
2022	Sustainability Award – Impresa di Pace	Premio alla Borsa di Milano per i progetti di formazione e sviluppo nei territori del Mezzogiorno.	Rete Chiara
2023	Classifica Forbes	Inserita tra le 100 migliori aziende sostenibili d'Italia , grazie alle pratiche ESG.	Quotidiano di Gela
2024	Leader della Sostenibilità 2024	Riconoscimento de <i>Il Sole 24 Ore</i> e <i>Statista</i> per responsabilità ambientale, sociale ed economica.	Giornale di Sicilia

Guardando al futuro, Meic Service ha le potenzialità per continuare a crescere mantenendo saldo il proprio impegno verso la sostenibilità. La crescente consapevolezza ambientale e la domanda di soluzioni ecologiche da parte dei consumatori, delle amministrazioni pubbliche e delle imprese stesse pongono l'azienda in una posizione favorevole per espandere la propria offerta e consolidare la propria leadership. Le politiche di economia circolare, il recupero delle risorse e la gestione innovativa dei rifiuti non sono solo soluzioni per ridurre l'impatto ambientale, ma anche strategie in grado di generare nuovi flussi di reddito e opportunità di business.

Personalmente penso che in un mondo in cui la sostenibilità sta diventando sempre più un criterio di valutazione per i consumatori e i partner commerciali, Meic Services ha già dimostrato di essere pronta ad affrontare le sfide future, integrando l'innovazione tecnologica con la responsabilità sociale e ambientale. La capacità dell'azienda di anticipare le tendenze e di adattarsi alle nuove normative, anche in ambito energetico e ambientale, la pone come un attore proattivo nella transizione verso un'economia sostenibile.

Meic Services è un esempio di come un'impresa, anche di dimensioni relativamente contenute, possa rispondere positivamente alla sfida della sostenibilità, integrando con successo i principi ambientali, sociali ed economici nel proprio modello di business. La sostenibilità, per Meic Services, non è solo un valore etico, ma un motore di innovazione, un driver per la crescita e un elemento che arricchisce la sua relazione con la comunità locale e con il mercato.

Attraverso l'impegno costante nella riduzione dell'impatto ecologico, l'adozione di tecnologie verdi, la promozione di un'economia circolare e il rafforzamento della responsabilità sociale, Meic Services rappresenta un caso di successo nella sostenibilità aziendale, mostrando che un business sostenibile è anche un business prospero.

La strada tracciata dall'azienda non solo contribuisce alla protezione dell'ambiente e al miglioramento della qualità della vita nella sua comunità, ma offre anche un modello replicabile per altre imprese che intendono affrontare la transizione verso un futuro più sostenibile.

CONCLUSIONI

Il tema che ho scelto di trattare all'interno di questo lavoro che non solo una tendenza globale bensì una necessità imprescindibile per il futuro del nostro pianeta: gli investimenti sostenibili. Un tema che non è più una scelta, ma una direzione obbligata per chi vuole fare impresa in modo responsabile, duraturo e in armonia con il territorio.

Considerando il fatto che viviamo in un'epoca di profondo cambiamento, in cui la finanza non può più essere guidata unicamente dalla logica del profitto. Oggi parliamo sempre

più di Environmental, Social and Governance (ESG): parametri che misurano l'impatto ambientale, sociale e di governance delle imprese.

Gli investimenti sostenibili non sono solo un modo per “fare del bene”, ma rappresentano un'opportunità concreta per creare valore, innovazione e competitività.

Secondo i dati globali, le aziende che adottano strategie ESG ottengono performance migliori nel lungo termine, attraggono più facilmente capitali e, soprattutto, costruiscono un rapporto più solido e trasparente con la comunità e i propri stakeholder.

Ed è proprio in questo contesto che si inserisce un esempio emblematico tutto italiano e, ancora più orgogliosamente, tutto siciliano: la Meic Services S.p.A. di Gela.

Un'impresa nata oltre trent'anni fa, che ha saputo crescere rimanendo fedele ai valori del territorio e della sostenibilità. Oggi, Meic Services è protagonista di un importante passo avanti nel suo percorso di sviluppo, grazie all'emissione di un minibond sostenibile da 3,5 milioni di euro, sottoscritto da UniCredit.

Un'operazione finanziaria che non è solo un'iniezione di risorse, ma il riconoscimento di una visione industriale lungimirante. L'azienda, guidata dall'Amministratore Delegato Maurizio Melfa, investirà queste risorse per ampliare la propria rete di distribuzione di metano in Sicilia, Calabria e Sardegna. Un piano che prevede l'acquisto di nuovi mezzi, la realizzazione di punti di caricamento e la modernizzazione delle infrastrutture.

Ma ciò che rende questo progetto veramente innovativo è la sua componente sostenibile. Il minibond, infatti, include un meccanismo di step up/step down legato al raggiungimento di obiettivi di riduzione delle emissioni di CO₂. Significa che il tasso

d'interesse è direttamente connesso alla capacità dell'azienda di rispettare i suoi impegni ambientali. È finanza che premia la responsabilità.

Meic Services non è solo un fornitore di energia. È un'azienda benefit, impegnata anche nel sociale, nella cultura e nello sport. È un datore di lavoro che valorizza i propri dipendenti attraverso strumenti di premialità e welfare. È una realtà che dimostra, con i fatti, che anche nel Sud Italia si può fare impresa con visione, etica e innovazione.

Il caso di Meic Services rappresenta, a mio avviso, una buona notizia per tutti noi. Perché dimostra che la transizione ecologica può partire anche da realtà di medie dimensioni, e che la finanza sostenibile non è un privilegio per pochi, ma una strada percorribile da chi ha il coraggio di cambiare.

Oggi più che mai, dobbiamo guardare a queste esperienze non solo come esempi da raccontare, ma come modelli da seguire, da supportare e da moltiplicare.

È assodato, infatti, che investire nella sostenibilità non è solo un atto di responsabilità. È, semplicemente, il modo migliore di investire nel futuro.

BIBLIOGRAFIA

BALLUCHI F., FURLOTTI K., *La responsabilità sociale delle imprese. Un percorso verso lo sviluppo sostenibile. Profili di governance e di accountability*. 1° ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017.

BRUNETTI G., *Il controllo di gestione in condizioni ambientali perturbate*, Milano: Franco Angeli, 2004,

CANONICI A., *La gestione delle risorse umane come chiave del successo aziendale*, Milano: Franco Angeli, 2004.

CIRULLO A., *La corsa della Green Economy. Come la rivoluzione verde sta cambiando il mondo*, Edizioni Ambiente, 2010.

D'AMICO E., *Strategie e valore dell'impresa*, Torino, Giappichelli Editore, 2010.

FERRI N., *Sviluppo sostenibile e Cina, Le sfide sociale e ambientali del XXI secolo*, L'asino d'Oro, 2014,

GIANNINI M., *Aspetti evolutivi nella progettazione delle soluzioni organizzative*, Torino: Giappichelli, 2015.

HAUPT, N. D., VERMEULEN, K., & DU TOIT, E. (2024). "Value relevance: a systematic literature review." *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 15(3), 178–205.

RONCHI E., *La transizione alla "green economy"*, Edizioni Ambiente, 2018.

MALAVASI P., *L'impresa della sostenibilità*, Vita e pensiero, 2007.

MORETTI P., *L'applicazione dei principi IAS nell'ordinamento italiano*. *Corriere tributario* (online) Volume 27 – Fascicolo 30, 2004.

MECHELLI, *La value relevance del bilancio d'esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*, Giappichelli Editore, Torino, 2013.

RAVAZZI P., *L'impresa. Teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili*, Bologna, Il Mulino, 2013.

SOSTERO U, *Contabilità e bilancio*. Terza edizione. Milano: McGraw-Hill, 2011.

SARCONI S., *La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi*, Cedam, Padova, 2011.