Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in

Amministrazione, Finanza e Controllo

Ordinamento *ex* D. M. 270/2004

Tesi di Laurea

Performance di mercato delle aziende sostenibili

Relatore

Ch. Prof. Giulia Baschieri

Laureando

Luca Trentin

Matricola 858398

Anno accademico

2016/2017

Indice

Introduzione…… 4

1. La CSR in ambito aziendale…… 7

1.1. Evoluzione storica…… 7

1.2. Evoluzione nel tempo delle finalità d'impresa…… 15

1.3. Modello d'impresa emergente…… 18

2. Etica e ripercussioni nel mondo del business…… 26

2.1. Cosa si intende per etica?…… 26

2.2. Relazione tra valori ed etica…… 29

2.3. Ruoli ed etica…… 30

2.4. Dilemmi e decisioni…… 32

2.5. Sviluppo e implementazione dell'organizzazione etica…… 36

2.6. Valore dell'impresa solidale…… 43

2.6.1. Il valore nel lungo periodo…… 43

2.6.2. Sostenibilità e creazione di valore…… 46

3. Il mondo della finanza sostenibile…… 56

3.1. Il processo di valutazione: un giudizio sull'eticità…… 56

3.2. Gli indici etici…… 60

3.2.1. Introduzione storica…… 60

3.2.2. Andamento degli indici etici rispetto ai non etici…… 63

3.3. Fondi etici…… 70

3.3.1. Introduzione storica…… 70

3.3.2. Costo, rischio e rendimento dei fondi etici…… 73

3.3.3. Un esempio: Etica SGR…… 76

3.4. Rating etico…… 82

3.4.1. Rating tradizionale modalità e difetti…… 82

3.4.2. Rating etico e bilancio sociale…… 86

4. Il caso Standard Ethics e le performance delle aziende sostenibili 92

4.1. Introduzione…… 92

4.2. Aspetti metodologici…… 95

4.2.1. Obiettivi della ricerca e composizione del campione…… 95

4.2.2. Descrizione degli indici utilizzati…… 96

4.2.3. Modalità operative …… 100
4.3. Risultati dell'analisi…….…….... 101
4.3.1. Scostamento significativo in termini di ROI…… 102
4.3.2. Scostamento significativo in termini di rapporto D/E…….. 104
4.3.3. Scostamento significativo in termini di rapporto D/Ebitda.. 108
4.3.4. Analisi del rapporto Price/Book Value…….…….. 109

Database utilizzato…….…….. 111
Conclusione…… 116

Bibliografia…….…… 118
Sitografia…….…….. 121

Introduzione

Negli ultimi anni si è assistito ad una progressiva attenzione e consapevolezza da parte del mercato e delle imprese verso i temi legati alla sostenibilità ambientale, sociale e di corporate governance, nonostante esistesse già una amplia bibliografia in relazione a questi argomenti risalente addirittura al 1800. La crisi finanziaria del 2008 in particolare ha acceso un nuovo faro su questi temi, che per anni erano stati relegati a un ruolo di secondo piano, dietro ai più tradizionali obiettivi aziendali incentrati essenzialmente sulla massimizzazione dei profitti in un'ottica di breve periodo.

Il termine CSR (Corporate Social Responsability) venne coniato nel 2001 all'interno del Libro Verde; inizialmente con questa sigla si è identificata la volontà delle imprese di integrare la loro attività lavorativa con le problematiche sociali ed ecologiche.

I libri verdi sono documenti pubblicati dalla Commissione europea, attraverso cui si vuole stimolare la riflessione a livello europeo su un tema particolare. Essi invitano le parti interessate (enti e individui) a partecipare ad un processo di consultazione e di dibattito sulla base delle proposte presentate.

Nel 2011, in seguito anche alla crisi finanziaria ed economica iniziata nel 2008, la Commissione Europea ne ha modificato la definizione, ampliandone il significato; ora per essere considerati socialmente responsabili è necessario sia avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente sia rispettare la legislazione del Paese dove si opera.

Il concetto di stakeholder viene ampliato, non ci si riferisce più agli individui con i quali l'impresa interagisce, direttamente o indirettamente, ma all'intera comunità, all'intero contesto globale.

Le crisi sono cicliche e secondo numerosi autori la strada per uscirne definitivamente è la sostenibilità, la riabilitazione a livello di immagine delle grandi compagnie che da mere sfruttatrici di risorse, sia ambientali che economiche, devono porre in essere nuove strategie che non si focalizzino unicamente sui profitti bensì su quello che l'economista Michael Porter chiama valore condiviso, ossia la possibilità di creare valore economico per l'impresa e per i suoi shareholder attraverso la produzione di un beneficio per società e ambiente.

Se in ambito aziendale per esprimere il comportamento etico/sostenibile dell'azienda si usa il termine Corporate Social Responsability, in ambito finanziario per esprimere il medesimo concetto si utilizza l'acronimo SRI, Socially Responsible Investment (Investimenti Socialmente Responsabili).

In relazione alla cosiddetta finanza etica hanno assunto sempre maggiore importanza strumenti quali fondi etici, indici etici e società di rating etico.
Questo lavoro si pone l'obiettivo di capire, sia da un punto di vista sia finanziario che aziendalistico, se gli investimenti in sostenibilità siano, nella pratica, la via da seguire per ottenere risultati migliori e duraturi nel tempo.
Il primo capitolo analizza le differenti correnti di pensiero inerenti alla gestione etica aziendale susseguitesi nel corso degli anni, a partire dai primi autori che iniziarono a parlare di responsabilità sociale delle imprese più di cento anni fa.
Ovviamente nel corso degli anni c'è stata una evoluzione continua in relazione a queste tematiche, frutto dello sviluppo nel modo di pensare dei singoli individui.
Il secondo capitolo approfondisce il concetto di etica, alla luce del fatto che ogni individuo nel corso della sua vita è influenzato da molteplici pensieri: quello religioso, dello Stato dove vive, delle persone che frequenta etc. Il contesto, assieme alle esperienze personali, sviluppano nel soggetto una propria idea di morale la quale potrebbe essere diversa da quella di un'altra persona influenzata da vissuto e cultura differenti. L'impossibilità di stabilire una definizione puntuale e univoca di morale si traduce in una disomogeneità di giudizi assegnati da soggetti diversi preposti a valutare l'eticità della medesima azienda.
Il capitolo si sofferma sulle modalità con le quali il manager o l'imprenditore potranno trasmettere la loro idea di etica all'organizzazione, tenendola viva e rafforzandola nel corso del tempo.
Nella parte finale analizza in primo luogo come il porre in essere scelte sostenibili vada ad incrementare il valore di una attività imprenditoriale attraverso:

- Un incremento dei flussi di cassa: molti imprenditori sono riusciti a raggiungere con successo il duplice obiettivo di migliorare sia la sostenibilità aziendale che i ritorni economici;
- Una "vita aziendale" più lunga che porterà quindi flussi di cassa per un periodo di tempo maggiore;
- Un minore grado di rischio in quanto le probabilità che l'azienda vada incontro ad uno scandalo o subisca contraccolpi legali sono minori.

Verranno illustrati casi pratici nei quali una scelta etica ha portato benefici ad una specifica realtà imprenditoriale e come viceversa scelte prive di fondamento etico siano state economicamente sconvenienti per altre, il tutto a conferma dell'idea secondo la

quale sostenibile o etico non è necessariamente sinonimo di più costoso, meno efficiente o meno remunerativo.

Il terzo capitolo è incentrato sugli strumenti di finanza etica: indici etici, fondi etici e rating etico.

Alla base della distinzione tra ciò che è etico e ciò che non lo è vi sono dei criteri di screening, spesso influenzati dalla morale e dalle credenze degli individui che li pongono in essere.

Verranno analizzate, in un primo momento, le modalità e i criteri alla base dei giudizi emessi, successivamente è sviluppata la descrizione di fondi etici, indici etici e rating etico prima da un punto di vista storico – evolutivo e successivamente in termini di performances degli stessi.

E' qui opportuno sottolineare che non esiste una definizione unica e precisa che ci dica quali parametri siano da considerarsi etici e quali no o l'importanza da associare a ciascuno di essi, ogni individuo sviluppa una propria morale e questa andrà ad influenzarne i giudizi.

L'investitore quindi dovrà accertarsi che la propria idea di etica sia in linea con quella portata avanti dall'indice o fondo.

Il quarto e ultimo capitolo ha l'obiettivo di investigare attraverso una analisi economico – statistica se le performance delle aziende sostenibili sono migliori delle imprese competitor non sostenibili.

Per distinguere in maniera puntuale e coerente nel corso dell'analisi le aziende etiche da quelle non etiche verrà utilizzato come parametro il giudizio espresso da Standard Ethics.

I principali indicatori utilizzati per valutare le performances aziendali sono ROE, ROI, ROA, indice di liquidità, D/E ratio, Debito / Ebitda, grado di copertura degli interessi passivi e price/book value.

Nella pratica l'analisi verterà sulla valutazione dei risultati delle aziende sostenibili da un lato e quello delle aziende non sostenibili dall'altro prendendo come orizzonte temporale l'ultimo decennio.

I risultati dell'analisi confermano quanto teorizzato da vari studiosi, ossia che esiste una relazione positiva tra scelte sostenibili e performances aziendali.

1. La CSR in ambito aziendale

1.1. Evoluzione storica

"In this paper I argue that corporate finance theory, empirical research, practical applications, and policy recommendations are deeply rooted in an underlying theory of the firm. I also argue that although the existing theories have delivered very important and useful insights, they seem to be quite ineffective in helping us cope with the new type of firms that is emerging. I outline the characteristics that a new theory of the firm should satisfy and how such a theory could change the way we do corporate finance, both theoretically and empirically". (Luigi Zingales, The journal of Finance, August 2000)

Sempre più frequentemente si sente parlare di come l'approccio aziendale stia passando dallo share value ossia la creazione di valore per i soli azionisti allo shared value ossia il valore condiviso per gli azionisti e per tutti gli stakeholders.

Per stakeholders si intendono: "Tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un'iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell'esecuzione, o dall'andamento, dell'iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un'organizzazione" (Treccani). Questa definizione rappresenta gli stakeholders interni e dovrebbe essere ampliata non solo ai soggetti "attivamente coinvolti in un'iniziativa economica" bensì a tutti gli individui che potrebbero essere influenzati positivamente o negativamente dalla stessa. Un esempio in tal senso potrebbe essere l'apertura di una industria chimica: tutti coloro che abitano in prossimità di questa pur non essendo azionisti, clienti, fornitori, dipendenti o altro qualora l'azienda non rispetti le normative di sicurezza o non attui protocolli tesi a ridurre le emissioni il più possibile sono ugualmente portatori di interesse nei confronti dell'impresa, in quanto il suo comportamento potrebbe lederli. Occorre quindi tenere in considerazione anche le esigenze dei cosiddetti stakeholders esterni che sono rappresentati da Stato, Pubblica Amministrazione, Ambiente e Comunità locale ovvero residenti nelle aree limitrofe dell'azienda o gruppi di interesse locali.

Questa concezione viene supportata da vari studiosi; Aras e Crowther (2009) affermano: "Rather than an ownership approach to accountability, a stakeholder approach,

recognising the wide stakeholder community, is needed", ponendo in essere un ampliamento del concetto di stakeholders tale da incorporare tutti gli stakeholders "prima sacrificati". Nel libro "Il ritorno agli stakeholders" vi è questa citazione: "La capacità di un'impresa di generare valore nel lungo periodo dipende dalla sua capacità di soddisfare tutti gli attori del contesto economico e sociale" (Cutillo G., Miggiani F;2010), questa definizione porta con sé un'idea di ampliamento sia nella prospettiva temporale (risultati di lungo periodo) che spaziale (impatti dell'operato aziendale) della creazione di valore. La prospettiva temporale va a eliminare il principio dello shorterismo, prima della crisi globale del 2009, soprattutto negli Stati Uniti, le imprese tendevano a focalizzarsi sui risultati a breve termine a scapito dei risultati a medio lungo termine; Leonardo Totaro scrive: " Veniamo da un momento in cui il focus dell'azienda era centrato sulle trimestrali, una concezione malsana che porta necessariamente a concentrarsi sulla performance gestionale di brevissimo periodo, non consentendo lo sviluppo e l'attuazione di un pensiero strategico di medio-lungo periodo" (Leonardo Totaro in Ferrari-Renna-Sobrero 2009, p. 294)., il concetto di lungo periodo pone enfasi anche sulle generazioni future in quanto un comportamento aziendale scorretto ora avrà sicuramente ripercussioni sui nostri figli e nipoti basti pensare a temi quali il riscaldamento ambientale, i livelli di inquinamento, il consumo sproporzionato di risorse, la sicurezza alimentare...

L'incremento della prospettiva spaziale invece riguarda l'allargamento dell'ecosistema di riferimento dell'impresa, potenzialmente l'intero pianeta.

Nel testo "Creating Value in an economic crisis" una parte recita:" We are all stakeholders in our children's future and in the future of our planet, and by working together we can build an economy in which everyone can benefit from the free market" (HBR 2009, p. 71). Questa ribadisce come l'operato delle aziende non debba disinteressarsi delle tematiche di interesse comune ponendo enfasi su concetto di lungo periodo ed equa ripartizione delle risorse.

Ma come mai siamo di fronte a questo nuovo tipo di approccio? Sicuramente non si tratta di un nuovo modello cristiano o di una rinascita comunista bensì si sta ritornando ad una visione di lungo termine persa negli ultimi anni e che porterà con sè nuove opportunità per le imprese.

Va ricordato che questo tema non è nuovo, si inizia a parlare di responsabilità sociale già nel 1900, per molto tempo queste visioni sono state teorie pionieristiche difficilmente

applicabili a pieno in quanto il periodo storico e l'ambiente erano diversi da quello attuale e ancora non si conoscevano i problemi causati da un apparato industriale poco coscienzioso.

La discussione su quali siano gli oneri di una impresa si sono aperte attorno agli anni '30 – '40 con i lavori di Barnard "The Functions of the Executive" (1938), di Clark "Social control of business" (1939) e di Kreps "Measurement of the social performance of business" (1940) ma solo dagli anni '50 è stato ampiamente trattata.

Uno dei primi a teorizzare il concetto di responsabilità sociale fu Bowen nel 1953 con il libro "Social responsability of the businessman" (p.11) affermando: "sono obblighi propri degli uomini d'affari quelli di perseguire quelle politiche, di prendere quelle decisioni, oppure di seguire quelle linee d'azione che sono desiderabili alla luce degli obiettivi e dei valori della società in cui viviamo" evidenziando come l'operato dell'azienda sia radicato nella comunità e come vada ad influenzare l'intera società oltre che il bilancio economico finanziario della stessa. L'autore usa il termine "decisioni desiderabili" senza però specificarne il significato in maniera puntuale.

Negli anni '70 parlano di questo tema autori come Keith Davis, Clarence C. Walton e William C. Frederick che hanno dato un importante contributo alla determinazione del significato attuale del termine CSR (Corporate Cocial Responsability).

Davis espande i confini della CSR affermando che questa "comincia dove termina la legge" ribadisce il concetto affermando "un'azienda non può dirsi socialmente responsabile se si attiene ai requisiti minimi della legge: è quanto ogni buon cittadino dovrebbe fare". Anticipa che le aziende socialmente responsabili potranno ottenere guadagni nel lungo periodo e che le risorse destinate per scopi di responsabilità sociale avranno degli effetti non solo sull'azienda in sè ma anche su soggetti diversi ad esempio la comunità e ciò genererà per le imprese opportunità di guadagni duraturi nel tempo anticipando il discorso sui ritorni economici legati alla responsabilità sociale d'impresa. Nel processo di decision making il businessman deve prendere in considerazione tre diversi sistemi di valori: tecnico, economico e umano ai quali dovrà essere attribuito il medesimo peso quando si dovrà porre in essere una decisione aziendale. I manager gestiscono una attività economica all'interno di una società, il fiorire dell'attività ha effetti benefici sull'intera comunità in termini di incremento dell'occupazione dell'inflazione etc e pertanto dovrebbe puntare anche alla coltivazione e alla diffusione di valori umani come motivazione, autorealizzazione, cooperazione che non possono essere misurati su una

scala economica. Interessante è poi il suo "Iron Law of Responsability" (1960) dove dichiara "nel lungo periodo, chi non usa il proprio potere in un modo considerato responsabile dalla società lo perderà" andando a sottolineare ancora una volta come la modalità per detenere potere economico duraturo sia attraverso il consenso della società dove un'attività imprenditoriale opera, in quanto una azienda, soprattutto se di grandi dimensioni, influenza l'ambiente nel quale si radica.

Frederick (1960) partecipa alla discussione sostenendo in un suo scritto che "la responsabilità sociale, in ultima analisi, comporta una visione comune delle risorse umane ed economiche della società e una predisposizione a capire che quelle stesse risorse servono per raggiungere obiettivi sociali molto più vasti, e non per soddisfare semplicemente gli interessi di un ristretto gruppo di persone e di imprese" egli propone una serie di requisiti che una corporate social responsability deve avere, quello di maggior rilievo consiste nell'assunzione da parte dell'impresa di un preciso ruolo pubblico di fronte alla collettività.

Walton (1962) affermò che "la responsabilità sociale di una impresa implica un certo grado di libertà senza alcuna coercizione" introducendo il presupposto, valido ancora oggi che la scelta di adottare o meno pratiche di responsabilità sociale sia un atto volontario da parte delle imprese e non imposto da obblighi giuridici.

Negli anni 1960 -1970 si apre una diatriba sulla nozione di responsabilità sociale d'impresa, da un lato vi è l'impostazione minimalista di Friedman, il cui cavallo di battaglia è libro "Capitalism and freedom" (1962) in cui sostiene che l'impresa ha un'unica responsabilità sociale ossia quella di accrescere i profitti degli azionisti. Friedman, nello stesso libro, afferma:" Poche tendenze possono minacciare le fondamenta stesse della nostra libera società come l'accettazione da parte dei dirigenti di impresa di una responsabilità sociale che sia altro che produrre tanti più soldi possibile per i loro azionisti". Le argomentazioni che giustificavano tale affermazione erano sostanzialmente due: la prima che gli azionisti sono i proprietari dell'impresa e di conseguenza i profitti appartengono a loro, i manager sono semplici agenti che hanno il dovere morale di gestire l'azienda in maniera efficacie e nell'interesse dei proprietari ossia puntando alla massimizzazione degli utili mentre la seconda motivazione poggia sull'assunto che gli azionisti hanno diritto ai loro profitti come risultato di un contratto stipulato a monte con gli stakeholder dell'impresa, il prodotto o servizio finito deriva dalla collaborazione tra impresa e vari soggetti ma questa durante il ciclo produttivo già corrisponde denaro ai

fornitori per le materie prime, salari ai dipendenti e attraverso l'imposizione fiscale restituisce una parte dei profitti alla comunità. Ciò che rimane rappresenta quindi il profitto spettante agli azionisti in quanto investitori in capitale di rischio.
La critica principale mossa a questo ragionamento è che Friedman sembra giustificare ogni tipo di comportamento (legale e non) atto a massimizzare i profitti, in realtà egli utilizza questa espressione "to increase its profit so long as it says whithin the rules of the game" senza tuttavia specificare quali siano le regole del gioco da non oltrepassare.
Questo pensiero è stato condiviso da molti e per lungo tempo; nel 2000 Elaine Steinberg movendosi sul solco tracciato da Friedman, afferma: "Lo scopo dell'impresa non è di promuovere il bene pubblico (…) Se la natura dei beni o dei servizi oppure il modo in cui vengono prodotti hanno la priorità sulla massimizzazione di lungo termine valore per l'azionista, allora l'attività in questione non è più attività d'impresa" "ciò che differenzia l'impresa da qualsiasi altra cosa è il suo scopo: massimizzare il valore di lungo termine per il proprietario vendendo beni o servizi" ogni uso di risorse aziendali che non contribuisce al raggiungimento di tale fine è semplicemente "un furto". Gli unici vincoli alla massimizzazione del profitto sono la "giustizia retributiva" ossia che le ricompense devono essere proporzionali al contributo apportato.
Di questo approccio vi sono visioni meno radicali che vedono la CSR come una componente strategica per l'impresa.
In contrapposizione alle idee di Friedman vi sono, oltre ai pensieri di Davis, Frederick e Walton, la visione dell'US Committee for Economic Developmen (CED) (Social Responsabilities of Business Corporations, 1971), che si rifà alla teoria dei "tre cerchi concentrici" secondo cui le funzioni economiche di base quali la crescita economica, la produzione e il lavoro (rappresentati nel cerchio più interno) devono essere esercitate nel rispetto delle aspettative della società e dei valori sociali ad esempio il rispetto dell'ambiente, la sua conservazione, le relazioni con il personale (rappresentati dal cerchio intermedio) il tutto in funzione della responsabilità che l'impresa deve assumersi per migliorare la qualità dell'ambiente sociale nel quale agisce e con il quale si relaziona in maniera volontaria(raffigurato dal cerchio esterno).

Fig. 1 Teoria dei “tre cerchi concentrici”

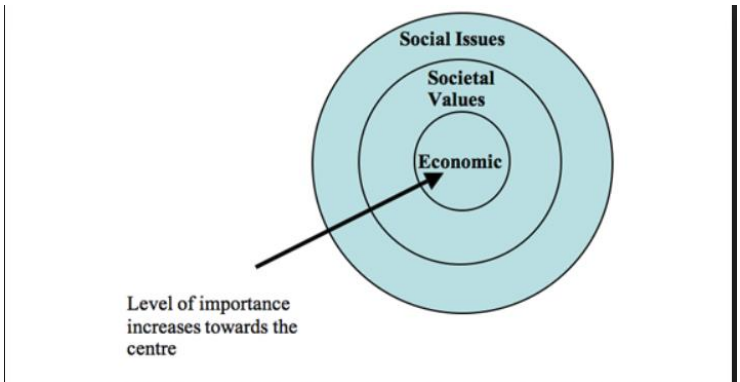


Figure 1: Committee for Economic Development Model - Areas of Corporate Responsibility (CED, 1971)

Nel 1971, Johnson afferma che è socialmente responsabile l’azienda la quale riesce a bilanciare una pluralità di interessi, tenendo quindi conto di dipendenti, fornitori, distributori e delle comunità locali senza porsi come unico scopo la massimizzazione dei profitti. Egli propone quattro approcci alla corporate social responsability:

-le imprese agiscono in un ambiente socio-culturale che delinea il loro ruolo e per adattarsi a ruolo e ambiente agiscono in maniera diversa alla visione economico-classica;

-le imprese possono adottare comportamenti socialmente responsabili al fine di massimizzare i profitti nel lungo periodo;

-le imprese possono perseguire una funzione di utilità in cui siano presenti obiettivi economici e non, la massimizzazione del profitto non è quindi l’unico fine;

-le imprese si impegnano socialmente solo per imitare i concorrenti.

Nel 1973 Davis riprende l’elemento della volontarietà dell’azione, già teorizzato da Walton, e ne analizza i pro e i contro.

Pro: l’interesse personale dell’imprenditore in un’ottica di lungo periodo, la ricerca di una immagine pubblica sempre migliore, la prevenzione di sanzioni e future regolamentazioni da parte dei governi e il possesso di notevoli risorse atte a risolvere problematiche sociali.

Contro: la mancata massimizzazione del profitto, i costi dell’impegno sociale legati anche all’inesperienza in questo campo, la perdita di competitività nei mercati internazionali e la possibile perdita di vista dell’obiettivo primario del business. Davis in un articolo successivo sostenne che l’assunzione di responsabilità da parte delle imprese sarà un evento inevitabile in quanto nel corso degli anni la società e il mondo imprenditoriale si sono evolute in modo indipendente l’una dall’altra rendendo così necessario incorporare istanze sociali all’interno delle imprese senza perdere di vista il business principale.

Oltre all'analisi di costi e benefici sociali si delineano le modalità di risposta da parte dell'impresa alle richieste sociali ossia: accettare i doveri sociali solo quando è costretta (withdrawall); limitarsi al rispetto della legge (legal approach); negoziare accordi con gli stakeholder (bargaining); inserire le variabili sociali nel processo di decision-making (problem solving).

Anche Sethi (Dimensions of Corporate Social Performance: an Analytical Framework, 1975) prosegue nella medesima direzione proponendo tre tipi di comportamento adottabili dalle aziende in risposta delle istanze sociali:

1) social obbligation che propone il rispetto dei soli vincoli legali e di mercato;
2) social responsability che si attua attraverso il rispetto dei principali valori sociali;
3) social responsiveness dove le imprese devono capire quale sia il ruolo sociale che ricoprono in un contesto in continua evoluzione e attuare un comportamento anticipatorio e preventivo.

Successivamente l'autore sviluppa un modello analitico basato su due fasi: l'individuazione della proposta imprenditoriale e la definizione del contesto esterno dove tale azione è valutata. L'impresa è assoggettata a due tipi di forze sociali ossia quelle di mercato e non di mercato nel primo caso quello che l'impresa può fare è variare le caratteristiche di prodotto, ampliare la gamma dei articoli, variare i servizi, i prezzi, proporre promozioni … per accontentare il più possibile il consumatore, qualora queste misure si rivelino corrette e azzeccate vi sarà una crescita delle vendite o dei profitti come dimostrazione di ciò nel secondo caso parliamo di esternalità ed è qui che secondo Seith nasce il concetto di responsabilità sociale, in quanto il sistema impresa interagisce con ambiente e società e quest'ultima deve legittimare le attività svolte dall'impresa.

Preston e Post (Private Management and Public Policy, 1975) introducono il concetto di public responsability sostituendo il termine "sociale" con il termine "pubblico" in quanto le imprese sono pubblicamente responsabili delle conseguenze delle loro azioni siano queste positive o negative e la risoluzione di eventuali problemi è una loro public reponsability.

Tuzzolino e Armandi (1981) rifacendosi alla definizione di corporate social responsability di Carrol e basandosi sull'idea che l'impresa, come gli individui, segua un ordine preciso di soddisfazione degli obiettivi ritenendone alcuni più importanti di altri elaborano un modello teorico descrittivo dei bisogni di una organizzazione secondo la teoria dei bisogni di Maslow arrivando ad assegnare per ogni obiettivo aziendale un diverso grado di

priorità: fisiologico (profittabilità); di sicurezza(posizione competitiva, integrazione orizzontale/verticale, politica di distribuzione dei dividendi)sociale (appartenenza ad associazioni imprenditoriali), di stima(quota di mercato, leadership di prezzo o prodotto, immagine); di autorealizzazione (attinente sia a rapporti interni con i dipendenti che esterni con la comunità e le istituzioni statali).

Nel 1982 Dalton e Cosier teorizzano, nel libro "The Four Faces of Social Responsability", una matrice 2x2: su un'asse è posta la legalità (comportamenti legali/illegali) e sull'altra la responsabilità (comportamenti responsabili/irresponsabili): appare evidente come la miglior combinazione in termini di social responsability sia la combinazione comportamenti legali – comportamenti responsabili.

Negli anni '80 si sviluppa la "teoria degli stakeholders" di Freeman che non assegna un valore ai soli azionisti ma anche a tutti coloro che hanno un interesse diretto o indiretto nei confronti della società "stakeholder è ogni individuo ben identificabile che può influenzare o essere influenzato dall'attività dell'organizzazione in termini di prodotti, politiche e processi lavorativi." Secondo questa definizione devono essere considerati stakeholder anche gruppi di interesse pubblico, sindacati, comunità locali, movimenti di protesta, concorrenti … E' poi possibile distinguere tra stakeholder primari senza i quali l'azienda non potrebbe sopravvivere e secondari che non partecipano direttamente alla gestione o non sono fondamentali alla sopravvivenza dell'azienda. Nasce anche la nozione del concetto di sviluppo sostenibile pubblicato per la prima volta nel 1987 dalla Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo sviluppo all'interno del Rapporto Brundtland, Our Common Future.

Le teorizzazioni degli anni Novanta non hanno apportato significativi contributi nozionistici per quanto concerne la nozione di responsabilità sociale d'impresa, hanno però enfatizzato l'aspetto sociale delle attività dell'impresa, con l'implicazione che questa non dovrà solamente formulare programmi e porsi obiettivi sociali, ma dovrà soprattutto attuarli ed implementarli all'interno della strategia aziendale, delle proprie politiche e delle proprie azioni.

Secondo Carroll (1991) "la responsabilità sociale d'impresa è destinata a essere una componente essenziale della pratica e del linguaggio economici, in quanto rappresenta il supporto vitale di molte altre teorie e rispecchia le aspettative della comunità economica contemporanea". (The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholder)

Onida, sul ruolo che l'impresa riveste nell'ambiente, dice: "Come istituto sociale, l'azienda deve servire ad elevare il benessere e la personalità dell'uomo e a far meglio realizzare i fini della vita umana associata, che sono essenzialmente di natura etica. La concreta condotta delle aziende deve essere subordinata ai detti fini", ribadisce: "La concreta condotta delle aziende è fondamentalmente subordinata a tali fini e quindi all'etica (…) Non bisogna comunque confondere i fini – e specialmente i fini ultimi e superiori – dell'azienda, con l'oggetto di questa in quanto attiene alla produzione o acquisizione, alla distribuzione e al consumo di beni economici" (Economia d'azienda, 1960).
La Business for Social Responsability asserisce che "le decisioni economiche sono collegate a valori etici, in accordo con gli obblighi giuridici e nel rispetto delle persone, della comunità e dell'ambiente che ci circonda" (V. Azzarita, P. De Bartolo,S. Monti, M. Trimarchi, Cultural social Responsability, p.31)
Il libro Verde per la promozione della responsabilità sociale delle imprese presentato dalla Commissione Europea nel 2001, definisce la responsabilità sociale come "l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate" e continua asserendo "essere socialmente responsabili significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili, ma andare al di là investendo di più nel capitale umano, nell'ambiente e nei rapporti con gli stakeholder".

1.2 Evoluzione nel tempo delle finalità d'impresa

Prima di analizzare quale sia il modello di impresa emergente, è interessante, ripercorrere le teorie sulla finalità dell'impresa che si sono succedute nel corso degli anni in relazione alle diverse caratteristiche dell'ambiente.
Nella "teoria economico-classica" il fine della gestione aziendale è unicamente la massimizzazione del profitto, che rappresenta il compenso corrisposto all'imprenditore, il quale è anche manager, in quanto è stato più abile, più innovativo dei concorrenti e come premio per il rischio assunto investendo capitali nell'impresa. L'imprenditore è nella posizione di valutare le alternative produttive a disposizione, ordinarle razionalmente e scegliere quella che garantisce il maggior profitto. Le critiche mosse a questa teoria sono essenzialmente due; la prima è che "non contempla decisioni aziendali basate su elementi quali il tempo, il rischio, i valori etici e, pertanto, non concepisce il sostenimento di costi

sociali che vadano a detrimento del profitto, tranne nel caso in cui tali costi siano corrisposti da un più che proporzionale aumento dei ricavi"(Elisa Arrigo, Responsabilità aziendale e performance economico-sociale, 2008, p.18) mentre la seconda è che si basa sull'assioma di perfetta coincidenza tra governo e proprietà. Ovviamente in un mercato come quello attuale queste condizioni non saranno applicabili, quando pensiamo a questo modello dobbiamo tornare indietro nel tempo e inserirlo in un periodo storico come quello immediatamente successivo alla guerra in Italia. Quindi questa teoria va rapportata ad un determinato ambiente sociale, ad oggi potrebbe apparire come obsoleta e senza fondamenta ma in passato probabilmente era una visione innovativa che ha consentito all'Italia di riprendersi dopo il periodo bellico, una nazione distrutta che deve ricostruirsi e un popolo costretto alla fame non andranno a pensare ad azienda sostenibile, energie rinnovabili, tutela massima del lavoratore etc ma si concentreranno sul bisogno primario per eccellenza: la sopravvivenza.

Man mano che le imprese si espandono e la complessità aziendale cresce la teoria economico classica perde applicabilità e nascono nuove concezioni nelle quali viene sempre più considerata la figura del manager e la sempre più marcata distinzione tra management e proprietà.

Nella "teoria della sopravvivenza" si scinde la figura dell'azionista/imprenditore da quella del manager. Gli azionisti tendono alla massimizzazione del profitto mentre i manager si preoccupano della sopravvivenza dell'impresa. Secondo Galbraith (1967):" è necessario generare un livello di reddito che garantisca un prefissato profitto e che permetta all'impresa di accantonare risorse da destinare all'autofinanziamento" "(Elisa Arrigo, Responsabilità aziendale e performance economico-sociale, 2008), il profitto diventa quindi un mezzo tramite il quale l'impresa può continuare a sopravvivere, a perdurare nel tempo, secondo Ansoff (1965) questa è la "meta fondamentale" di ogni impresa.

Nella "teoria manageriale dello sviluppo dimensionale" si intravede una nuova prospettiva, ossia che i manager si concentrano sulla massimizzazione dei loro interessi quali la remunerazione, il prestigio, il potere, la sicurezza del posto di lavoro etc rispetto che focalizzarsi sugli obiettivi degli azionisti. Baumol (Economic Dynamics, 1970) ritiene che "la gestione sia indirizzata ad un accrescimento delle dimensioni aziendali perché solo attraverso l'espansione dell'impresa è possibile mantenerne la sopravvivenza. L'aumento del volume d'affari comporta vantaggi sia per il management che per l'impresa nel suo complesso; tali fattori generano a loro volta una maggiore stabilità e redditività." Nel

lungo periodo quindi si va ad incrementare il profitto, non vi è contrasto con la teoria neoclassica che puntava alla massimizzazione del reddito dell'imprenditore ma la completa. Col passare del tempo anche questa teoria è venuta meno e nella realtà molti manager hanno fatto acquisizioni solo per dirigere una azienda più grande e più difficilmente scalabile preferendo queste forme di investimento ad altre che avrebbero generato un rendimento maggiore, scegliere l'opzione che non garantisce il massimo rendimento significa distruggere valore nel lungo periodo.

Interessante è "la teoria dei limiti sociali alla massimizzazione del profitto" (R.M. Cyert-J.G. March,A Behavioral Theory of the Firm) secondo la quale l'impresa non può perseguire la massimizzazione del suo profitto in quanto è soggetta a vincoli legati all'interazione con più soggetti che possono essere sia interni (dipendenti, dirigenti etc) che esterni all'organizzazione (consumatori, fornitori, concorrenti, finanziatori, pubblica amministrazione etc), ognuno dei quali ha necessità e bisogni differenti che andranno ad influenzare le decisioni e le politiche aziendali. L'impresa deve quindi cercare un giusto compromesso e trovare un equilibrio tra tutte le parti con le quali interagisce senza creare conflitti. Un altro limite alla massimizzazione del profitto è la mancanza di informazioni necessarie per prendere una decisione ottimale, ovviamente l'azienda non dispone della totalità delle informazioni e non ne sa il grado di correttezza quindi non avrà la certezza di aver attuato la migliore decisione possibile.

Una teoria più attuale e vicina è la "teoria di creazione e diffusione del valore" secondo cui il fine dell'impresa è quello di incrementare il valore economico e questo fine è condiviso da tutti i partecipanti all'impresa. L'attività imprenditoriale deve quindi essere orientata al futuro all'ottenimento di risultati sempre migliori tenendo però in giusta considerazione gli interlocutori coinvolti nell'attività. La concezione di creazione di valore nel breve periodo a vantaggio dei soli azionisti viene quindi superata da una logica di lungo periodo che apporti vantaggi a tutti i soggetti coinvolti. Guatri (1994) sostiene che "Nessuno può mettere in dubbio che nelle economie avanzate l'impresa aperta al mercato è il mezzo unico e perciò insostituibile al fine di organizzare l'attività economica degli individui e per realizzar, attraverso la creazione di nuovo valore il benessere sociale" (Elisa Arrigo, Responsabilità aziendale e performance economico-sociale, 2008).

Si nota come le varie teorie cambino in relazione al periodo storico, ai bisogni del consumatore e dei soggetti che lavorano e interagiscono con l'azienda. Il consumatore è un essere umano in continua evoluzione e i suoi bisogni cambiano grazie alla miriade di

informazioni che assorbe dai mass media e in relazione ai cambiamenti culturali in atto all'interno di un paese. I cambiamenti sono sempre più rapidi e ovviamente si riflettono nella cultura aziendale. Un esempio può essere quello legato al consumo sempre maggiore di prodotti biologici che vent'anni fa non era un bisogno per i consumatori: dopo che si sono scoperti gli effetti dannosi provocati dall'utilizzo massiccio di pesticidi o da alcuni metodi di allevamento degli animali il consumatore ha posto in essere un comportamento più attento e se la grande distribuzione non avesse tenuto conto di queste nuove necessità allargando la scelta di prodotti anche al bio probabilmente oggi avrebbe perso una grossa fetta di clientela. Molti altri sono gli esempi anche banali che dimostrano quanto l'azienda debba adattarsi alla cultura e alle esigenze dell'ambiente circostante per riuscire a prosperare.

1.3 Modello di impresa emergente

La letteratura, come abbiamo analizzato nel primo paragrafo, ha già a lungo dibattuto determinate tematiche; come mai ce ne siamo dimenticati? E perché oggi ce ne accorgiamo? Probabilmente la crisi che ha colpito il mondo occidentale ha dato visione alla rilevanza sociale dell'impresa; il tema è tornato alla ribalta soprattutto dopo la crisi del 2009; le persone non hanno accettato che le aziende abbiano prosperato per anni, senza pensare alle conseguenze del loro operato, a spese della comunità. Altri problemi quali il riscaldamento globale, gli alti livelli di inquinamento etc ormai hanno raggiunto dimensioni e provocato danni tali da non poter più essere ignorati.
Storicamente, l'uscita dalle crisi sistemiche è avvenuta sempre grazie all'emersione di nuovi stili e modelli di consumo, e nuove aree di business. Vi è quindi una sequenza di rilancio della creazione del valore che parte da un mutamento delle sensibilità culturali, espressione di richieste sociali nuove o rafforzamento di richieste già presenti, internalizzazione da parte delle imprese delle richieste sociali che possono essere compatibili con la produzione esistente e la creazione di nuovi business e mercati.
Questo ciclo ossia modelli di gestione aziendale che vengono superati e sostituiti nel tempo, con il conseguente declino delle imprese che non riescono ad adattarsi è un qualcosa di sistematico. Anche nel periodo post crisi degli anni '70, vi è un mutamento dell'ambiente e una richiesta crescente da parte degli individui di soddisfazione dei bisogni di autonomia e autorealizzazione, concetti ai quali nei primi anni del '900 non si

dava importanza. A quei tempi veniva criticato il sistema economico che aveva una impostazione molto classica ed era incentrato sullo sfruttamento, prende piede quella che è stata chiamata "critica soggettivistica" o "critica artistica" ossia la presa di coscienza di un sistema economico percepito come limitativo delle capacità creative ed espressive degli individui oltre che oppressivo. I lavoratori cercavano una autorealizzazione sul posto di lavoro ciò portava ad alzare l'asticella delle richieste sociali all'ultimo gradino della scala di Maslow. Tutto ciò ha provocato un cambiamento epocale sia nella gestione del personale che dell'azienda ma anche sulle abitudini di acquisto dei consumatori. Sono nate nuove modalità di lavoro: lavoro per obiettivi basato sull'autocontrollo anziché sulla sorveglianza costante, la domanda di creatività che si è tradotta in messa a profitto di risorse quali inventività, innovazione quindi asset intangibili. Sono nati principi organizzativi diversi e variegati come il just in time, la fabbrica sottile, l'esternalizzazione. Cambiano le modalità di produzione e le richieste del consumatore, un consumatore che vuole distinguersi dalla massa e, attraverso l'utilizzo di prodotti di vario genere, esprimere la propria personalità: di conseguenza le aziende si devono impegnare per offrire una più ampia gamma di prodotti. Da qui il concetto di diversificazione diventa rilevante, non si punta più alla produzione di prodotti simili dove la concorrenza verteva sul prezzo ma prospera chi riesce a trovare un equilibrio tra leadership di prezzo e differenziazione.

Le richieste sociali attuali si concentrano sui temi ambientali e sociali, ciò si traduce in valorizzazione di risorse umane, sociali e ambientali. "Le critiche a cui deve rispondere oggi la produzione economica poggiano sui limiti qualitativi dello sviluppo, sugli squilibri che esso crea e sugli effetti collaterali della crescita; nella condanna di insostenibilità ambientale, umana e sociale di un turbo-capitalismo in mano ai flussi finanziari, si racchiudono una critica ecologica alla distruzione del pianeta, una critica sociale agli squilibri tra paesi e in seno ai paesi stessi e un'opposizione all'usura psicologica e sociale delle risorse umane, a tutti i livelli della gerarchia." (Verso nuovi modelli di business? , Mauro Magatti, Massimiliano Cossi, Laura Gherardi, Massimiliano Monaci e Stefano Santini, 2010)

Vi è una condanna al modello americano di impresa detto "capitalismo manageriale azionario" tale modello, che in Italia ha preso piede integralmente solo in rarissimi casi, affermava che il fine unico per l'impresa fosse la generazione di profitti nel breve periodo e per i soli shareholders, il modello attuale invece deve abbracciare gli interessi di tutti gli

stakeholders, un modello sostenibile e con una visione di lungo periodo che tragga profitto dalla rigenerazione di risorse umane, sociali e ambientali.

I segnali del fatto che stiamo entrando/siamo entrati in una nuova fase sono diversi:

1. Sullo sfondo politico istituzionale un'aria di cambiamento coincidente con una forte pressione della regolamentazione in materia ambientale e sociale che è indizio di una congiuntura politico istituzionale favorevole al cambiamento. La regolamentazione è legata allo scenario politico -sociale globale passato e presente ossia la recessione economica, le tensioni politiche internazionali, la questione ambientale;
2. I molteplici dibattiti sul futuro dell'economia tra i quali, citando il forum di Davos del 2010 troviamo "Being responsible for the future" o guardando ad Agenda 2010 "new metrics are needed that integrate social goals and value" o il simposio "New World, New Capitalism";
3. Il numero sempre crescente di pubblicazioni che hanno come punto principale la misurazione degli asset non economici, si cercano di rendere misurabili e spendibili asset che inizialmente non sono monetari ma che in un secondo momento potranno trasformarsi in profitto;
4. Le ricerche che dimostrano come il consumatore-cittadino sia favorevole e propenso allo sviluppo di un modello più context-sensible; potremmo citare la ricerca Climi Sociali e di Consumo portata avanti in Italia da Eurisko che mostra come la collettività voglia una impresa capace di compiere una sintesi fra la dimensione privata e quella pubblica del consumo.
5. La ribalta dell'ambiente, le aziende cercano di appropriarsi del valore di contesto, basti pensare che a seguito del vertice di Copenaghen i valori della borsa di Londra legati al green business hanno raggiunto una capitalizzazione complessiva di 23 miliardi di Euro e si stima che gli investimenti legati a questo settore si moltiplicheranno per arrivare a ridurre le emissioni di CO2 dal 2020.

   Anche colossi come Nike e Walmart si dedicano all'elaborazione e all'applicazione di nuovi indici etici. Nasce l'esigenza di nuove figure professionali come ad esempio l'energy manager che ha il compito di minimizzare e razionalizzare i consumi.

E' quindi giunto il momento per le imprese di evolversi e di entrare in una nuova dimensione così da rendere il loro business duraturo e sostenibile nel lungo periodo.

Le aziende hanno, con l'ambiente che le circonda, un continuo interscambio; senza questo l'azienda non potrebbe sopravvivere e svilupparsi. L'ambiente è definito come: "l'insieme di entità, sistemiche e non, che circondano l'impresa e all'interno delle quali quest'ultima svolge le sue funzioni" (L'approccio sistematico (ASV) al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale, G. Golinelli, M. Gatti, 2001) mentre il contesto ambientale "è definito da una serie di condizioni politiche, legislative, sociali, culturali ed economiche caratterizzanti l'insieme di vincoli opportunità entro cui si sviluppa l'agire aziendale" (L'approccio sistematico (ASV) al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale, G. Golinelli, 2000).
La nova impresa deve essere win – win ossia devono risultare vincitori essa stessa ma anche tutto l'ambiente che la circonda.
Le organizzazioni modello sono quelle che capiscono l'impatto delle loro azioni sugli stakeholder, se una impresa compie azioni che hanno un impatto negativo sulla collettività dovrà adoperarsi per ridurre al minimo ciò ed eventualmente porre in essere volontariamente azioni, non imposte dalla legge, per risarcire la comunità dalle esternalità negative che crea.
Atro tema importante è quello delle risorse umane, l'azienda deve favorire lo sviluppo e la valorizzazione delle capacità del lavoratore "Conviene all'azienda che il lavoratore-persona a ogni livello sia valorizzato nella sua peculiarità d'iniziativa e capacità dimensionale, in una parola che sia empowered" (La formazione dopo la crisi, L'impresa 2009, p. 92) non trascurando il benessere e la salute delle risorse umane "Una sostenibilità della gestione delle risorse umane che non può identificarsi nelle attuali dinamiche socio – economiche, con la long life learning nel lato cognitivo (sviluppo continuo di competenze e di impiegabilità delle risorse umane), ma che deve considerare anche la parte bio-psichiatrica-sociale del coinvolgimento, della salute e dell'integrazione di tutti i lavoratori" (Benessere organizzativo, L'impresa 2009, p. 67). L'organizzazione deve essere più attenta alla sicurezza delle risorse umane nella sua accezione più ampia; non solo formativa ma anche psicologica. Il tutto deve avvenire in un clima di trasparenza e condivisione delle informazioni.
Di contro vengono condannate le imprese che dissipano le risorse abusando dei beni comuni in quanto questo porta ad un deterioramento del benessere della totalità degli stakehoders, sfruttare le risorse comuni anziché valorizzarle porta ad un danneggiamento delle ecologie naturali e impoverisce la collettività. Lo sfruttamento non deve essere fine

a se stesso ma deve portare alla creazione di valore nel lungo periodo, perché ciò accada il processo deve essere equilibrato.

L'impresa ideale deve sottostare a tre vincoli che la letteratura presenta come necessari ma contemporaneamente come di difficile applicazione.

Il primo vincolo è che l'impresa "non effettui un trade off tra le risorse" secondo il principio di equità, ovvero non devono essere valorizzate delle risorse a discapito di altre come ad esempio la costruzione di case ecologiche che però a causa del prezzo elevato non possano essere usufruibili alle masse più povere, allo stesso modo in cui una azienda non dovrebbe porre in essere politiche ecologiche a discapito dei livelli occupazionali, fare un matching non risulta facile in quanto tutte le risorse devono essere tutelate allo stesso modo.

Il secondo vincolo implica che "l'impatto dell'azione dell'organizzazione non sia calcolato solo nel suo output, ma durante le sue diverse fasi, dunque in una prospettiva estesa a tutti gli anelli della catena del valore e a tutto il ciclo di vita del prodotto" (Verso nuovi modelli di business? , Mauro Magatti, Massimiliano Cossi, Laura Gherardi, Massimiliano Monaci e Stefano Santini, 2010).

Questa definizione si lega sia a tematiche ambientali che sociali. Non ha senso creare un dispositivo che riduce l'inquinamento se poi presenta costi di smaltimento in termini di danni ambientali sostenuti come non sarebbe eticamente corretto acquistarlo se a realizzarlo fossa una azienda che sfrutta il lavoro minorile.

Un terzo vincolo "è costituito dal fatto che l'organizzazione ideale non effettui trade-off entro una stessa risorsa, secondo un principio di equilibrio" è il caso ad esempio della crescita della produttività del suolo grazie a fertilizzanti che nel lungo periodo causeranno forti esternalità negative.

Un'altra parola ricorrente nella bibliografia moderna è: "sostenibilità", questa è passata dall'essere considerata un costo a una fonte di vantaggio competitivo. Il concetto di sostenibilità ben si accosta a quello di responsabilità sociale tanto che negli ultimi anni le due parole vengono utilizzate come sinonimi. La sostenibilità diviene necessità in quanto aumenta le possibilità di sopravvivenza delle imprese nel medio-lungo termine, ovviamente tanto più a lungo ci si aspetta un'azienda produca flussi di cassa positivi tanto maggiore sarà il suo valore. I vantaggi dell'introduzione di un modello di sviluppo sostenibile sono molteplici; "l'introduzione di un modello di sviluppo sostenibile nella governance strategica e l'integrazione di ogni funzione dell'organizzazione permette di

ottimizzare i costi, creare innovazione, aumentare la capacità di attraction e retention dei talenti e della clientela, migliorare il clima aziendale e la performance dei dipendenti, incrementare il valore per gli shareholders" (Verso una governance sostenibile, L'impresa 2009, p. 27) e "ormai anche in Italia molte imprese di diverse dimensioni hanno spostato la sostenibilità come strategia e non solo come restyling d'immagine".

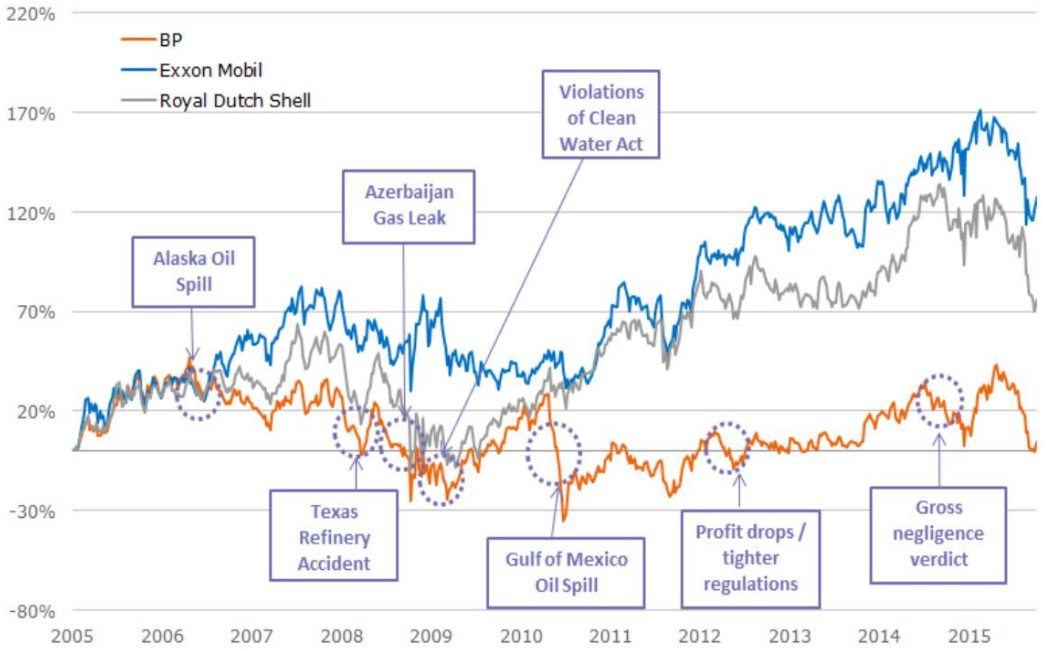
L'innovazione sostenibile invece è diventata un vero e proprio business "Sustainability has become more than a buzzword among corporations. It has become smart business" (Sustainability has become more than a buzzword among corporations. It has become smart business). Non si tratta più di compensare gli impatti negativi causati dall'azienda ma ridurli alla fonte, innovando e facendo, con questi, profitti.

Le riconcettualizzazioni della nozione di sostenibilità sono motivate da una mutata sensibilità dei consumatori disposti a pagare di più per beni durevoli e di qualità a patto che per l'uso e la costruzione vengano rispettati ambiente e diritti dei lavoratori.

Uno degli aspetti più rilevanti a tale proposito riguarda il futuro delle aziende, come queste dovranno evolversi per massimizzare i loro profitti e quali nuove opportunità offre questo scenario. La disamina storica ha fino ad ora evidenziato come per ogni periodo storico vi fosse un modo, non necessariamente etico tuttavia funzionale, di fare impresa. Ciò che viene richiesto oggi alle imprese è diverso da ciò che veniva richiesto 20 anni fa che a sua volta era diverso da ciò che veniva richiesto 50 anni fa; è necessario che tutti gli imprenditori se ne rendano conto e non rimangano ancorati su idee imprenditoriali ormai vecchie; creare un business sostenibile che vada incontro alle esigenze dell'intero pianeta e di tutti gli stakeholders non deve essere visto come un'opera di carità o come una discriminante che va ad erodere profitti bensì come un mezzo per massimizzare il valore dell'impresa nel lungo periodo.

Si consideri il seguente esempio:

Fig.2 Andamento del Titolo BP in borsa



Il grafico mostra l'andamento del prezzo azionario dell'azienda BP operante nel settore del petrolio e del gas naturale, settore nel quale è una delle principali attrici a livello mondiale assieme a Exxon Mobil e Royal Dutch Shell. Queste aziende operano nello stesso settore e hanno caratteristiche simili di conseguenza l'aspettativa è un andamento dei prezzi di mercato simile. Il grafico evidenzia come Exxon e Royal Dutch siano cresciute dal 2010 quasi di pari passo mentre BP sia rimasta "ferma", questo gap sembra attribuibile non a fattori macroeconomici bensì da inefficienze di BP che hanno provocato nel tempo una serie di catastrofi naturali. L'esempio più eclatante è il disastro avvenuto nel Golfo del Messico del 2010 dove l'esplosione della piattaforma petrolifera Deepwater Horizon aveva provocato undici vittime e lo sversamento di milioni di barili di petrolio nell'Oceano atlantico per oltre 87 giorni. Il 4 settembre 2014 il giudice federale Carl Barbier emise la sentenza e riconobbe alla BP il dolo volontario e una grave negligenza. Questo disastro oltre ad aver provocato la morte di 11 persone ha creato un danno ecologico non quantificabile. Dal grafico si evince che dopo la tragedia il valore del titolo è crollato; gli investitori in situazioni del genere tendono a vendere in massa le azioni che possiedono sia perché vi è incertezza sul futuro (ad esempio sulle eventuali sanzioni), non si sapeva ancora l'entità del disastro quindi vi era un clima di diffusa preoccupazione dobbiamo poi tenere in considerazione anche la componente etica intrinseca di ogni essere umano il quale ha deciso di vendere azioni anche perché dopo un disastro simile aveva totalmente perso la fiducia verso questa azienda e non si poteva identificare in essa. La crescita anni dopo la catastrofe risulta molto piatta ed in netta contrapposizione con

Exxon e Royal Dutch: da un lato ciò può essere attribuibile ai motivi precedentemente citati, ma anche ai risarcimenti e alle multe record che BP sarà costretta a pagare: ”Finora, i vari risarcimenti, le multe e la bonifica sono costati a Bp 56,4 miliardi di dollari: 18,7 miliardi sono andati al governo Usa e ai cinque Stati colpiti dall’inquinamento, 12,9 per risarcire imprese e individui danneggiati, e 4 miliardi a seguito delle condanne. Ma lo strascico processuale del disastro non è ancora terminato“(Left, 2016).

Questo è un esempio lampante di come un comportamento negligente e poco interessato a problematiche ambientali abbia messo in ginocchio un’impresa tra le più importanti del settore.

Non solo BP ma moltissime altre realtà operanti in settori differenti hanno dovuto fare i conti con le conseguenze di comportamenti eticamente scorretti.

Ovviamente una impresa per prosperare deve rimanere aggiornata a 360, gradi la componente della sostenibilità non è l’unico fattore che porta alla crescita ma sicuramente è un punto al quale le aziende dovranno dare focus. Ci si deve evolvere verso un capitalismo fondato sul cliente ossia un capitalismo che anteponga gli interessi dei clienti al profitto aprendo la strada a nuovi modelli di impresa.

2 Etica e ripercussioni nel mondo del business

2.1Cosa si intende per etica?

Fornire una definizione di etica è molto complesso, ma è possibile considerarla come lo studio delle norme di comportamento che promuovono il benessere umano.
Quando parliamo di etica nella gestione delle aziende, invece, intendiamo lo studio di quelle norme di comportamento nel business che promuovono il benessere umano.
Alcuni anni fa, il sociologo Raymond Baumhart chiese a un gruppo di uomini d'affari cosa significasse per loro la parola "etica", e le risposte furono:

- "Ethics has to do with what my feelings tell me is right or wrong";
- "Ethics has to do with my religious beliefs";
- "Being ethical is doing what the law requires";
- "Ethics consists of the standards of behavior our society accepts";
- "I don't know what the word means".

Risulta quindi complesso stabilire un significato univoco per questo termine, perché esistono in generale idee diverse. Pensando alle risposte date, si nota che gli individui intervistati intendono l'etica come ciò che viene espresso dalla religione, dalla legge, dal modo di pensare comune o da ciò che ogni singolo individuo ritiene giusto o sbagliato; tuttavia questi ragionamenti risultano incompleti, in quanto non ci si può basare unicamente su tali aspetti o credenze.
Una parola chiave all'interno di questo concetto è "comportamento", in quanto l'etica si manifesta nella condotta degli individui. L'etica quindi non riguarda:

- le intenzioni, in quanto ogni individuo può essere mosso dalle migliori intenzioni ma poi concretamente potrebbe comportarsi in maniera contraria;
- le aspirazioni, in quanto non si deve aspirare a qualcosa ma farlo e metterlo in pratica;
- i sentimenti, poiché un individuo può sentirsi bravo nel fare una determinata azione o nel tenere un certo tipo di comportamento ma è influenzato dalla sua visione e potrebbe essere forviato;
- gli "ogni tanto": non posso comportarmi in maniera eticamente corretta solo "ogni tanto" o "nella maggior parte" del tempo, devo mantenere questi comportamenti sempre.

L'etica, secondo quanto sostiene il professor Kirk O, Hanson, si basa sulla promozione di comportamenti che favoriscano il benessere umano, proposti dal welfare state:

- fare in modo che le persone siano più soddisfatte e la loro vita sia migliore;
- aiutare le persone a realizzare le proprie aspirazioni;
- fare in modo che gli individui siano liberi di decidere e capaci di scegliere.

La definizione sopra riportata non tiene in considerazione alcuni punti fondamentali quali:

- gli interessi delle generazioni future;
- il benessere degli altri esseri viventi;
- la qualità dell'ambiente;
- il valore di concetti astratti quali bontà, bellezza, purezza, etc.;
- una via per scegliere tra gli interessi di differenti persone o gruppi di persone.

Ma perché consideriamo l'etica importante? Probabilmente perché:

- ci insegna come vivere;
- crea valore attraverso la cooperazione;
- rende possibile il creare organizzazioni di ogni tipo attraverso la cooperazione;
- fa in modo che si creino comunità grazie alla fiducia reciproca;
- rende possibile l'appagamento degli individui in quanto li porta a vivere secondo ciò che sanno essere giusto.

Cosa accade quando l'etica è assente?

- Non ci si può fidare degli altri;
- non è possibile cooperare con altre persone;
- non si possono instaurare rapporti di amicizia o sentimentali di lungo termine;
- non si potrebbe avere una società e di conseguenza neppure un sistema economico.

Anche da un punto di vista aziendale, qualora manchino i dettami sui comportamenti giusti o sbagliati, non è possibile che l'organizzazione sia duratura e che gli individui cooperino tra di loro, in quanto non si crea un rapporto di fiducia.

In ogni business vi sono dei codici etici fondamentali che servono a orientare i comportamenti, per esempio in una compagnia come Apple si devono adottare specifici codici di comportamento ed esistono determinati codici di condotta applicati nei

confronti degli ingegneri, degli sviluppatori etc. Sono presenti quindi norme di comportamento diverse a seconda del ruolo ricoperto nella società.

I comportamenti etici possono essere visti come un circolo virtuoso in quanto uno ne genera un altro e così via; a mano a mano che questo circolo si fa più rilevante, la fiducia e la cooperazione aumentano andando ad accrescere il benessere degli individui a ogni livello: personale, come individui all'interno di una realtà, imprenditoriale e come individui all'interno di una società.

Fig.3 I comportamenti etici generano comportamenti etici

Le scelte etiche si propongono a ogni livello.

A livello personale riguardano:

- come vivi, in cosa credi, come tratti gli altri;
- gli standard e i principi che guidano i nostri comportamenti;
- prendersi o meno la responsabilità rispetto alle conseguenze dei nostri comportamenti.

A livello organizzativo; quando un individuo è leader o manager all'interno di una organizzazione partecipa al processo di definizione delle politiche della compagnia, si occupa degli obiettivi e di come realizzarli, della gestione delle risorse umane, dell'onesta nella pubblicizzazione dei prodotti e di tutta una serie di decisioni sensibili. Per un soggetto prendere scelte a livello organizzativo è differente rispetto al prenderle a livello personale, queste decisioni determineranno:

- come si comporta l'organizzazione e come tratta gli altri;

- gli standard e i principi, la cultura e le politiche che guidano i comportamenti all'interno dell'organizzazione;
- l'assumersi o meno le responsabilità per l'impatto che l'organizzazione ha su territorio, ambiente e società;
- il preoccuparsi e il valutare l'impatto dei comportamenti dell'organizzazione.

A livello di sistema, ossia a livello di società nella quale viviamo:

- come il sistema economico tratta ciò che lo comprende;
- i principi, legali e non, che guidano i comportamenti all'interno del sistema;
- prendersi le responsabilità per gli effetti negativi del sistema;
- creare un sistema che sia funzionale alla massimizzazione del benessere di ogni persona che lo compone.

Le persone hanno dei ruoli nel guidare l'etica in questi tre livelli differenti:

- a livello personale un individuo può decidere il modo nel quale si comporterà;
- a livello organizzativo, un manager o un supervisore prenderanno decisioni che andranno a impattare su altri individui influenzando la policy aziendale;
- a livello di sistema un individuo può votare e favorire l'elezione di partiti politici che siano in linea con i suoi ideali, ma anche attraverso singoli comportamenti positivi o negativi potrà condizionare il sistema.

2.2 Relazioni tra valori ed etica

I comportamenti etici provano a massimizzare e a promuovere i valori che un individuo considera fondamentali. Questi ultimi detengono un ruolo essenziale nel definire quale comportamento sia etico, perché definisco il concetto di benessere umano sul quale si basa l'etica e in un certo senso arrivano prima di questa e la influenzano.

I valori riguardano il credo politico, lo sport, la religione e moltissime altre sfere della persona, ma quando li analizziamo in termini etici sono una serie di principi nei quali ogni individuo crede, ad esempio che ognuno abbia cibo a sufficienza e una casa, che ogni persona abbia la possibilità di avere successo indipendentemente dalla situazione culturale o economica di partenza, che sia importante essere amati e trattati con rispetto dagli altri, avere la libertà, rispettare l'ambiente nel quale viviamo etc.

I valori derivano dagli insegnamenti della famiglia, della religione, dalla comunità nella quale si vive, dall'educazione, dalle esperienze, dalle differenti culture visitate per motivi di studio o lavoro, dai media. Essi non sono quindi un qualcosa che ci viene imposto quando siamo bambini e rimangono costanti per il resto della vita, ma si modificano in relazione alle nostre esperienze, alle persone che incontriamo e a ciò che ci insegneranno. È importante capire questo concetto in quanto quando siamo proprietari o manager di un'attività attraverso i nostri comportamenti potremmo modificare i valori delle persone che lavorano con noi.
Una consapevolezza di quali siano i nostri valori e da dove derivino ci aiuterà da un lato a guidare il nostro comportamento rendendolo più coerente e dall'altro ci permetterà di mettere in discussione i nostri valori attuali per migliorarci.

2.3 Ruoli ed etica

I ruoli sono importanti in quanto a ognuno di essi corrispondono obblighi e responsabilità. Con il tempo, a mano a mano che si esercita un ruolo, si diventa più "responsabili", si capiscono meglio i doveri, gli oneri e quali sono gli obblighi verso i soggetti con i quali bisogna interagire nello svolgimento della propria funzione.
Il ruolo è una particolare relazione che ci assumiamo volontariamente ma che potrebbe investire un soggetto per il semplice fatto di essere nato; ad esempio abbiamo il ruolo di figlio o di figlia solo per il fatto di essere venuti al mondo, e di conseguenza avremo un insieme di relazioni con i genitori, probabilmente diverse per alcuni punti a seconda della situazione. Un genitore avrà un determinato ruolo nei confronti dei figli, che comporterà un insieme di obblighi imposti dalla legge e di obblighi morali, così come essere un figlio richiede una serie di responsabilità e obblighi nei confronti di un genitore.
Noi siamo un insieme di vari ruoli: figlio/figlia, marito/moglie, genitore, uomo d'affari, lavoratore, volontario dei vigili del fuoco etc., e abbiamo un insieme di obblighi e contatti con altri soggetti.
Nel business si possono identificare molti ruoli con responsabilità differenti: per esempio un venditore ha un insieme di responsabilità e obblighi etici diversi da quelli dello sviluppatore, che a sua volta ne avrà di diversi da quelli di un CEO e così via.
Esistono ruoli che scegliamo deliberatamente: decidiamo di sposarci e quindi di essere un marito o una moglie, di avere dei figli, di entrare in una società o avviare una start up, di

scegliere quale lavoro fare durante la vita etc… Quindi il numero di ruoli che abbiamo nella nostra vita è "misto", composto sia da ruoli volontari che imposti. I ruoli non sono un qualcosa di fisso ma cambiano e si evolvono con il tempo: possiamo intraprendere una nuova carriera che comporta obblighi e responsabilità diverse, ed è una scelta volontaria, ma potremmo anche vedere mutato il nostro ruolo di<<< figli se i genitori non fossero più autosufficienti e sentire l'obbligo morale di dare loro assistenza, e questo ovviamente è un qualcosa di involontario.

Ogni ruolo comporta un insieme di obblighi e responsabilità che potrebbe andare in conflitto con gli altri ruoli.

Se i ruoli sono posizioni con responsabilità e doveri certi, allora questi definiranno i nostri obblighi etici. Capire il proprio ruolo aiuta la persona a focalizzare quali sono i suoi doveri. In un mondo come quello del business, questo concetto assume una importanza rilevante, in una azienda vi sono un insieme di soggetti con ruoli e responsabilità diversi e una chiara definizione di quale sia il ruolo di ogni soggetto aiuta quest'ultimo in primis a rendersi conto di quali sono i suoi doveri e obblighi sia nei confronti della società che degli stakeholders; ma allo stesso tempo fa sì che non vi siano sovrapposizioni o sdoppiamenti di ruoli, evitando inefficienze e possibili conflitti.

Un discorso analogo può essere fatto anche per le aziende stesse, in quanto anch'esse ricoprono dei ruoli. Un'azienda che decide di realizzare un determinato prodotto avrà un certo ruolo di responsabilità, quest'ultima sarà differente a seconda del manufatto, in quanto produrre beni alimentari comporta obblighi diversi nei confronti del consumatore rispetto alla produzione di hardware per un PC, così come decidere di operare in mercati diversi comporta obblighi differenti.

Quindi per svolgere nella maniera migliore possibile ogni ruolo occorre definire quali siano le responsabilità a esso associate:

- di chi sono responsabile; se sono un padre sarò responsabile nei confronti di mio figlio ma ci sono altri soggetti verso i quali lo sono, per esempio rispetto agli altri miei figli se ne ho più di uno; se sono un marito avrò delle responsabilità anche nei confronti di mia moglie o della mia compagna; ma sono responsabile anche nei confronti di altre persone, in quanto i valori con i quali crescerà mio figlio e di conseguenza i suoi comportamenti fuori dalle mura di casa andranno a influenzare la vita dei soggetti con i quali interagirà nel corso della sua vita.

Se lavorassi in una società come venditore sarei responsabile nei confronti delle persone alle quali sto vendendo il bene o servizio, ma avrò delle responsabilità anche nei confronti degli altri venditori, in quanto qualora mi comportassi in maniera disonesta verrebbe additata come tale l'intera categoria, ma allo stesso tempo avrò degli obblighi nei confronti di chiunque all'interno della compagnia, in quanto la mia integrità andrà a influenzare il giudizio sull'intera compagnia e sulle persone che vi lavorano all'interno.

- Per cosa sono responsabile; nel caso di un padre dovrà proteggere fisicamente e psicologicamente il figlio, dargli cibo e vestiti, educarlo, aiutarlo a maturare e a sviluppare una sensibilità. Nel caso di un operaio le sue responsabilità saranno quelle di svolgere i compiti secondo le direttive del datore di lavoro, sarà responsabile della qualità del prodotto e della sicurezza degli utilizzatori finali, ma lo sarà anche per il futuro dell'intera compagnia, in quanto la qualità del lavoro determinerà le fortune o le sfortune dell'azienda.
- Qual è l'equo comportamento nei confronti delle persone con le quali interagisco nel mio ruolo; nel caso di un venditore è quello di dare corrette informazioni sul prodotto che va a vendere, dare la possibilità di acquistare il prodotto più nuovo/migliore presente sul mercato.
- Quali sono gli standard minimi e quali quelli massimi in relazione al mio ruolo; questo aiuta a capire in maniera più chiara quali sono gli obblighi minimi per il proprio ruolo, ciò serve a comprendere qual è il comportamento minimo che occorre tenere ma allo stesso tempo anche conoscere gli standard massimi per il proprio ruolo aiuta a crescere per svolgere al meglio il proprio compito.

Questo processo di definizione delle responsabilità diventa fondamentale in quanto aiuta a individuare quali sono i comportamenti etici che devo porre in essere sia come individuo che come membro di un'azienda.

2.4 Dilemmi e decisioni

Spesso siamo di fronte a dilemmi etici nelle scelte che poniamo in essere nella nostra vita sia lavorativa che privata. I dilemmi sono diversi dai dilemmi etici, come imprenditore potrei avere un dilemma nel pagare o meno tutte le imposte che devo al fisco, ma da un punto di vista etico questo problema non si pone neppure in quanto l'atto di versare le

tasse è regolato dalla legge ed è obbligatoria nei confronti dell'intera società in cui viviamo. Un dilemma etico è:

- una situazione nella quale è difficile capire quale sia la scelta giusta da mettere in pratica;
- quando vi sono due obblighi diversi in contrasto tra di loro;
- quando vi sono conseguenze negative qualsiasi decisione io prenda;
- quando il costo per fare la cosa giusta è elevato.

Alcuni dilemmi etici sono inevitabili, "unavoidable", sono diversi a seconda del ruolo che ricopro e per affrontarli sarà necessario pensare agli obblighi associati al proprio ruolo. Essi:

- capitano di frequente nell'arco della routine;
- sono centrali rispetto agli obblighi;
- si ripresentano a causa della moltitudine di ruoli che un soggetto ricopre nella sua giornata.

Questo tipo di dilemmi è molto importante in quanto:

- molti possono essere anticipati;
- se possono essere anticipati è possibile prepararsi;
- se un soggetto si prepara può prendere una decisione migliore.

Per esempio un insegnante ha degli obblighi nei confronti degli studenti, ossia trasmettere conoscenze, applicare un metodo di valutazione corretto, far in modo che la maggior parte degli studenti riesca ad assimilare i concetti etc.; in relazione a ciò vi saranno dei dilemmi etici inevitabili: se uno studente sta vivendo una situazione familiare difficile o un lutto come può aiutarlo? Qual è il metodo di valutazione più corretto? Si deve utilizzare un metodo di valutazione oggettivo anche in queste circostanze? Per rispondere a queste domande è necessario pensare a quali sono gli obblighi nei confronti di tutti gli studenti e agire di conseguenza. Ogni persona darà gradi di importanza diversi a ogni obbligo, spesso le decisioni cambieranno da insegnante a insegnante in quanto saranno influenzate dal modo di pensare e dai valori di ognuno.

Le persone come prendono queste scelte?

- Alcune agiscono unicamente in relazione alla convenienza per loro stessi, quando devono prendere una decisione la prima e, in alcune circostanze, unica domanda che si pongono è: come le decisioni che prenderò andranno a influenzare la mia vita?

- Altre prendono decisioni basandosi su standard che sono però definiti da altri, questi codici di condotta possono derivare dall'educazione familiare ricevuta, dal contesto religioso, dai comportamenti generalmente accettati, dalla legge del nostro Stato. Le aziende spesso hanno un codice di condotta e investono molte risorse per fare in modo che questo venga rispettato e capito dai lavoratori.
- In relazione a un codice di condotta personale, sviluppato dall'individuo e diverso a seconda dei vari ruoli che deve affrontare, sviluppare un codice personale è essenziale per farci crescere come individui, farci riflettere sui nostri obblighi e sulle nostre decisioni senza seguire un protocollo predefinito solo perché siamo abituati senza soffermarci a pensare se e come questo sia compatibile con i valori personali più intrinsechi della nostra persona. Un altro limite dell'agire secondo standard predefiniti è che qualora le variabili cambino e non vi sia un comportamento associato a quella determinata situazione potremmo, se non abbiamo sviluppato una nostra etica, non trovare una soluzione;
- altre agiscono in relazione a come pensano si comporterebbe un altro soggetto che ammirano e alle quali si ispirano. Per esempio: "come agirebbe mio padre?", "Come agirebbero i miei amici?", "Come reagirebbe il parroco?";
- vi sono poi soggetti che non percepiscono questo tipo di dilemmi, non si pongono domande sui loro obblighi o sulle conseguenze delle loro azioni.

Per prendere una decisione eticamente corretta un approccio raccomandato è:

- conoscere gli obblighi associati a ciascun ruolo che ricopriamo nella vita, in questo modo qualora si presentino dei dilemmi inevitabili avremo già una strategia e un metodo nell'affrontarli;
- conoscere gli standard e i codici delle organizzazioni con le quali si interagisce, questi possono essere credenze religiose, leggi, codici di condotta aziendale; come abbiamo già detto non dovremmo basarci unicamente su tali principi per prendere decisioni ma conoscerli è molto importante;
- concedersi il tempo necessario per pensare quando dobbiamo prendere decisioni complicate;
- avere metodo nel prendere le decisioni;
- avere qualcuno con il quale parlare e confrontarsi rispetto alle scelte morali.

Il professor Kirk O. Hanson nel libro Business Government Relations (2005) illustra un modello grazie al quale si andrà ad analizzare un problema in maniera più approfondita giungendo a soluzioni migliori. Il processo decisionale si articola in 10 fasi:

- La prima consiste nel riconoscere il dilemma che ci si pone davanti e analizzarlo ponendosi varie domande come:
    - potrebbe la mia decisione offendere qualcuno?
    - Potrebbe invece avvantaggiare dei soggetti?
    - È una scelta che in ogni caso potrebbe portare a conseguenze negative?
    - Ho degli obblighi specifici derivanti dal mio ruolo?
    - Sono disponibili tutte le informazioni necessarie per prendere la decisione? E queste informazioni sono affidabili?
    - È una scelta che richiede il 100% del mio impegno?
- Capire se la mia decisione va al di là della semplice legalità, esistono interessi da tutelare che sono più importanti della legge? Se mi attenessi ai soli criteri legislativi non prenderei la decisione migliore. Nel campo del business si deve capire se la decisione esula dal concetto di profittabilità. Quindi vi è un interesse maggiore del profitto e non si può utilizzare quest'ultimo come unico parametro per fare la scelta corretta.
- Quali fatti conosco e quali non conosco? Se non li conosco come posso scoprirli? Senza conoscere la totalità delle informazioni in alcuni casi, in relazione alla natura della decisione, risulta impossibile prendere la decisione migliore.
- Quali individui o gruppi di individui rischiano maggiormente in questa decisione? E come la mia scelta andrebbe a influenzare i maggiori interessati?
- Quali sono le mie opzioni? La cosa migliore è cercare di ampliare il mio bacino di soluzioni, andando a scegliere quella che non compromette gli interessi degli stakeholders, si deve ricercare una strategia win - win dove vinceranno entrambe le parti, chi fa la scelta e chi la "subisce", ovviamente ciò non sarà sempre possibile.
- Valutare le opzioni trovate ponendosi cinque domande:
    - ❖ quale opzione massimizza i benefici e minimizza gli effetti negativi?
    - ❖ Quale opzione rispetta in maniera migliore i diritti dei soggetti colpiti dalla decisione?
    - ❖ Quale opzione è la migliore nel trattare i soggetti in maniera equa e giusta?
    - ❖ Quale opzione è la migliore per la comunità nel suo complesso?

- ❖ Quale opzione mi porta ad agire come il tipo di persona che voglio essere?

- Dopo aver risposto alle seguenti domande e aver analizzato le implicazioni di ogni scelta, quale opzione risulta essere la migliore?
- Testare la soluzione che ho trovato confrontandomi con persone che rispetto e capire quale sarebbe la loro reazione nel caso in cui ponessi in essere quella determinata scelta.
- Come posso implementare la mia decisione nella maniera migliore?
- Cosa ho imparato da questa decisione e dal processo decisionale? In che modo questo mi sarà utile la prossima volta?

Mettere in pratica questo processo richiede tempo ma è molto utile quando le scelte che dobbiamo prendere sono complesse, un processo decisionale che ci porta a interrogarci e a cercare delle risposte ci farà crescere e ci aiuterà a comprendere la nostra persona, i nostri valori e le nostre priorità in maniera migliore.

2.5 Sviluppo e implementazione dell'organizzazione etica

Quando si parla e si ragiona in termini di etica in un contesto di business bisogna pensare a quale livello ci riferiamo, ne esistono tre: individuale, organizzativo e di sistema.

Il livello individuale è quello in relazione al ruolo che un soggetto ricopre in azienda, riguarda la sua individualità e come può svolgere il proprio compito nella maniera migliore possibile.

Il livello organizzativo comprende il livello del business nel suo complesso. Quando si ragiona su questo piano bisogna interrogarsi su quali norme, quali codici, quali comportamenti dei manager possono favorire la creazione di una cultura etica; tuttavia ciò non riguarda solamente come strutturiamo l'organizzazione aziendale ma anche le politiche organizzative che possono essere più o meno etiche; per esempio le politiche sui dipendenti, un manager può essere pagato mille volte più di un operaio? Si può licenziare liberamente in base a criteri economici? È corretto trasferire la propria attività in luoghi dove il costo del lavoro è minore?

Il livello sistemico fa riferimento al ruolo che hanno le imprese all'interno della società, le aziende svolgono una importante funzione sociale dando lavoro alle persone, ma devono rispettare dei vincoli in modo da non danneggiare gli interessi degli stakeholders e fare in modo che entrambe le parti traggano vantaggi; infatti le aziende sono assoggettate al

rispetto delle norme dello Stato nel quale operano in relazione a molteplici fattori (ambientale, tassazione etc.).

Questi tre livelli ovviamente interagiscono tra di loro e in alcuni casi "si scontrano".

- I soggetti che lavorano all'interno di un'azienda potrebbero dover sottostare a direttive manageriali o codici di condotta aziendali che si scontrano con i loro principi;
- a livello organizzativo una della più grandi sfide è capire come i dipendenti percepiscono lo standard etico adottato dall'organizzazione e se questo si adatta o meno a loro. L'obiettivo è quello di far in modo che percepiscano l'etica aziendale;
- a livello sistemico l'azienda esiste all'interno delle norme imposte da questo. Le regole cambiano da paese a paese e ci deve essere adeguamento da parte delle imprese.

Ogni impresa ha una determinata cultura organizzativa che si riflette su come vengono fatte le cose nella realtà aziendale e su come vengono trattati gli stakeholders con i quali lavora. La cultura organizzativa dimostra come un business lavora e come le persone si comportano all'interno di questo, in quanto si basa su un modus operandi condiviso dai dipendenti e che tutti seguono. Rientrano nella cultura organizzativa:

- l'organizzazione dei valori;
- la vision;
- le norme di comportamento;
- il modo di lavorare;
- i sistemi;
- le credenze;
- le abitudini;
- i modelli di comportamento comune;
- come gli individui trattano gli altri al di fuori dell'organizzazione.

Il compito di creare una cultura organizzativa etica spetta al manager e al CEO, soggetti che ricoprono posizioni elevate nell'organigramma aziendale.

Per riconoscere la cultura organizzativa ci si si deve rispondere ad alcune questioni:

- come vengono trattati i lavoratori all'interno di un'azienda? I soggetti che occupano una posizione gerarchica superiore rispettano i ranghi inferiori? Vi è un clima di accettazione dove ognuno può esprimere pareri, idee e dare suggerimenti per migliorare?

- Qual è l'obiettivo per il quale si lavora assieme? Il solo profitto o la volontà di creare un prodotto eccellente rispettando l'ambiente e la sicurezza?
- Come vengono trattati e come si parla dei clienti? È l'interesse di questi il valore più importante dell'organizzazione?
- Quali valori muovono i comportamenti nei confronti dei business partner? Che ruolo hanno? Oltre che partner sono anche consiglieri?
- Come operano le unità organizzative all'interno dell'organizzazione? Vi è collaborazione o si pensa solo al proprio tornaconto?

Una cultura organizzativa etica deve basarsi sulla cooperazione, tutti lavorano assieme per raggiungere l'obiettivo, il sistema di ricompense deve essere basato sulla meritocrazia e ci deve essere un interessamento alla vita privata dei lavoratori, cercando di aiutarli e comprenderli in base alla situazione personale e familiare che questi stanno vivendo.

Ovviamente creare una organizzazione e una cultura organizzativa etica non è un compito facile ma il manager può influenzarla poiché:

- egli è il primo che deve comportarsi in maniera onesta sia all'interno della sua azienda che nella sua vita privata. Deve essere un leader e se è il primo a comportarsi in maniera scorretta tutti i sottoposti si sentiranno legittimati a fare altrettanto. Anche il responsabile di un piccolo gruppo di lavoro deve dare l'esempio e i suoi comportamenti possono portare a conseguenze negative; un supervisore troppo accondiscendente che non chiede il massimo e acconsente a "far uscire" un prodotto anche se non è perfetto darà un esempio molto negativo in quanto, oltre a denotare uno scarso rispetto per il consumatore, legittimerà la mancanza di pieno impegno da parte dei suoi sottoposti.
- I manager devono comunicare espressamente quello che vogliono e quali sono le cose più importanti. Un esempio è il direttore che si focalizza unicamente sui risultati trimestrali, concentrarsi principalmente su questi farà perdere all'organizzazione la prospettiva di medio lungo periodo. I segnali dati devono essere bilanciati: da un lato la produttività e i profitti ma anche qualità del prodotto, il trattamento equo dei dipendenti, dei partner, dei clienti.
- Il manager deve monitorare il lavoro dei dipendenti, in quanto ciò che viene tenuto sotto controllo e misurato sarà un parametro che egli ritiene importante e che potrà ricompensare.

Quest'ultimo punto è particolarmente importante in quanto i sistemi di ricompensa sono un fondamentale indicatore della cultura organizzativa, infatti da questi si possono capire numerosi fattori semplicemente domandandosi:

- Chi è il protagonista all'interno dell'organizzazione? Con chi il manager si complimenta più spesso? Questi premi derivano da un comportamento meritocratico e da "giochi politici"?
- La qualità è ricompensata come il volume?
- Vengono ricompensati di più settori di ricerca e sviluppo o il settore delle vendite?

Capire cosa viene ricompensato influenzerà i lavoratori e la cultura etica dell'intera organizzazione, se per esempio i premi sono basati sui volumi di produzione anziché sulla qualità, i lavoratori tenderanno a valutare i volumi come l'elemento essenziale e andranno a sacrificare la qualità a scapito di questo, perché influenzati dalle politiche aziendali.

- La cultura organizzativa viene influenzata anche dagli standard del settore, esistono settori nei quali vi sono aziende che non sono eticamente corrette ma ottengono comunque risultati, cosa dovrebbe fare un manager in questo caso? Tenere dei comportamenti scorretti con i dipendenti o i clienti a favore dei profitti o provare a rovesciare lo standard del settore facendo qualcosa di diverso?
- Ogni azienda ha una sua storia e qualora questa abbia sempre consentito pratiche disoneste, vi sarà una tendenza a tollerarle. In questi casi solamente un grande manager o leader potrà cambiare un comportamento "storico" e creare un nuovo codice etico per il futuro, ma sarà molto complicato.

Esistono dei metodi che possono essere utilizzati per la gestione della cultura etica:

- cercare di assumere personale che abbia una propria etica in linea con i principi dell'organizzazione. In questo caso non vengono dati codici di condotta in quanto si crede che un soggetto sia dotato della propria etica, che è un qualcosa di intrinseco e immodificabile; aspettarsi comportamenti etici farà sì che vengano ottenuti. Tuttavia, non sarà possibile fare uno screening del personale così accurato da escludere persone che in realtà non sono in linea con i principi aziendali, e nel caso di decisioni complesse l'assenza di un codice di condotta causerebbe non poche difficoltà ai decisori.

- Attraverso la conformità, ossia la presenza di regole chiare e designate che i dipendenti devono rispettare. Questi principi solitamente si basano su standard minimi basati su principi imposti dalla legge.

  Anche questo metodo ha parecchie lacune in quanto:

  - pretendere un comportamento minimo potrebbe portare, nel tempo, a comportamenti non etici;
  - non vengono date delle guide per affrontare le scelte più difficili, ciò potrebbe portare i dipendenti a porre in essere comportamenti scorretti;
  - i dipendenti di grado inferiore potrebbero essere gli unici destinatari del "programma etico", e questo oltre a trasmettere un messaggio negativo potrebbe creare dei risentimenti.
- Attraverso l'esortazione di comportamenti etici, attraverso la continua comunicazione, il costante incoraggiamento da parte dei manager o dei dipendenti che occupano posizioni gerarchiche superiori. Tuttavia, quando non vengono date linee precise e le aspettative vengono lasciate vaghe possono sorgere problemi. Non si può solo dire: "voglio che consideri l'impatto delle tue decisioni sugli stakeholders" senza dare ulteriori delucidazioni né specificare quali siano gli obiettivi, poiché non viene dato nessun aiuto per identificare gli standard etici desiderati, non si fornisce una guida per prendere le decisioni più complesse ma il caso più grave si presenta quando i dipendenti credono che questi comportamenti non siano così rilevanti e che si possano non rispettare qualora non si raggiungano i risultati desiderati.
- Attraverso la definizione di valori di gestione, il manager deve definire i valori dell'azienda e gli standard etici minimi, questi devono essere comunicati in maniera chiara e precisa, fornendo anche degli esempi pratici. Questo approccio risulta più impegnativo sia per i manager delle varie unità in quanto sono responsabili della cultura organizzativa di queste e devono fare in modo che sia in linea con quella dell'azienda, ma anche per i dipendenti, in quanto sono responsabili dell'implementazione delle regole. Nonostante ciò questo tipo di approccio risulta essere il migliore.

Ora andiamo ad analizzare quali sono gli strumenti a disposizione del manager per la creazione di una organizzazione etica e per fare in modo che questa duri nel tempo.

1. Dichiarazione dei valori: per valori si intende ciò che una impresa ritiene sia corretto, per ogni gruppo di lavoro, per ogni singola divisione ci si deve interrogare sui seguenti punti:
    - chi sono gli stakeholder? Come abbiamo visto questo concetto va necessariamente ampliato e potrebbero essere non solo i clienti ma anche i fornitori, i partner, un altro gruppo all'interno dell'organizzazione chiave per la realizzazione dei nostri obiettivi e con i quali è conveniente instaurare un rapporto duraturo.
    - Che cosa gli dobbiamo?
    - Qual è lo standard minimo che dobbiamo applicare nei loro confronti?
    - Quali sono i valori organizzativi aziendali che guidano le nostre azioni verso gli stakeholders?
2. Definizione del codice di condotta che ha il compito di far comprendere chiaramente gli standard di comportamento, molti sono giusti o sbagliati, non vi è una "via di mezzo" o un "caso particolare", ma devono sempre essere rispettati. Gli standard spesso sono imposti dalla legge. Il codice di condotta di un'azienda deve essere integrato e se ne deve fare uno più dettagliato per ogni unità.
3. Esempio personale del manager: nulla è più importante in quanto se egli non dà per primo l'esempio nessun valore o codice di condotta verrà rispettato e nulla potrà distruggere una cultura etica tanto in fretta quanto un manager che giustifica o incoraggia il non rispettare le regole. La consistenza è fondamentale, in quanto non saranno tollerate deviazioni dagli standard. Il comportamento deve essere impeccabile non solo nel luogo di lavoro ma anche nella vita privata in quanto persino essa andrà a influenzare la visione e i comportamenti dei dipendenti. Tutto ciò deriva dalla posizione apicale che questo soggetto ricopre poiché egli proietta l'idea di chi fa carriera e rappresenta i valori dell'organizzazione.
4. Ripetizione nella comunicazione di valori e standard: i valori devono essere comunicati in molti modi. La frequenza assume un ruolo importante in quanto qualora essi non venissero ripetuti sovente si potrebbe pensare che sono passati in secondo piano per l'organizzazione.

    Sono importanti sia le comunicazioni formali che quelle informali, dalle conferenze stampa alle risposte date al singolo dipendente; il linguaggio utilizzato ricopre poi una importanza fondamentale.

5. Sistemi che incorporano gli standard, ossia sistemi di valutazione e di misurazione. Il più importante è il sistema di valutazione delle performance. Ogni azienda ne ha uno proprio, ma bisognerebbe costruire anche sistemi di valutazione delle prestazioni etiche per ogni gruppo di lavoro, in quanto ognuno di essi in relazione alla sua funzione avrà standard e dovrà misurare aspetti diversi.
   Ciò che viene monitorato e misurato riflette i valori nei quali si crede e ciò che viene considerato importante, se qualcosa non viene misurato verrà visto come non importante.
   Anche i sistemi informali di riconoscimento e misurazione, quali lodi pubbliche, premi a un dipendente per essersi comportato in una determinata maniera, etc., faranno pensare agli altri dipendenti che quel comportamento è quello corretto.
6. Continua valutazione di comportamenti, rischi; i manager devono usare i dati raccolti per valutare i comportamenti, fornendo feedback immediati sia quando gli standard vengono confermati che quando vengono violati.
7. Sistema di reporting; vi deve essere un sistema atto a riportare le notizie sia in caso di rispetto degli standard che in caso di violazione degli stessi. Ogni dipendente deve utilizzare questo sistema, ma affinché possa funzionare è necessario che:
   - la porta del capo sia sempre aperta, che questo sia disposto ad ascoltare e analizzare le informazioni e le richieste di qualsiasi dipendente;
   - ci deve essere un sistema che tuteli i dipendenti dalle "rappresaglie", qualora questi riportino eventuali violazioni degli standard avvenuti nell'azienda;
   - i manager devono incoraggiare i dipendenti ad aiutare l'organizzazione e vivere e lavorare secondo i dettami di questa. Il successo dell'organizzazione sarà di riflesso il successo dei dipendenti e viceversa.
8. Meccanismi per risolvere i casi complicati: alcune decisioni etiche sono molto difficili; richiedono un bilanciamento tra valori, interessi e costi aziendali. I casi più complicati per essere risolti necessitano della guida e del supporto del manager o del CEO quindi ogni dipendente, anche se di livello inferiore, deve essere non intimorito ma incoraggiato nel chiedere il supporto di queste figure. Questo meccanismo di semplice comunicazione tra dipendente e manager permetterà che attraverso discussioni e confronti le decisioni prese siano migliori.

9. Conformità del sistema di rafforzo: la conformità degli standard richiede uno specifico monitoring e rafforzo. Questi standard devono essere conformi alla legge, il non rispetto potrebbe far incorrere l'organizzazione in rischi molto elevati. La legge si evolve nel tempo ed è diversa da paese a paese, quindi questo sistema deve essere flessibile e avere la capacità di adattarsi a contesti sempre nuovi. Le singole violazioni possono portare a investigazioni o accuse civili/penali.
10. Periodico processo di rinnovo per valori ed etica: la cultura etica si indebolisce nel tempo, i valori etici devono essere rinnovati, formalmente o informalmente, ogni 2 o 3 anni; si ritiene che dopo questo periodo di tempo questa cultura si perda.

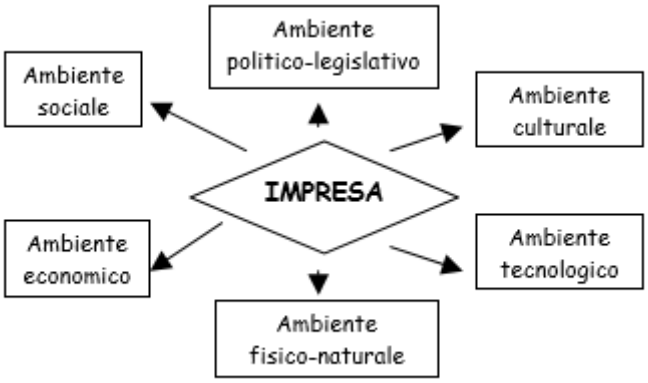
2.6 Valore dell'impresa solidale

2.6.1 Il valore nel lungo periodo

G. Zappa nel testo "Le valutazioni di bilancio con particolare riguardo ai bilanci delle società per azioni" del 1910 parlando di reddito d'impresa afferma che "il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri".
"Il valore è un qualcosa che non esiste in natura, ma che il genere umano ha creato per poter essere in grado di effettuare degli scambi. Esso è ciò che si percepisce e di oggettivo ha ben poco" (Gabriele Sabato, La creazione di valore, settembre 2003).
Molti autori si sono soffermati sull'elaborazione di metodologie che consentissero una stima puntuale del valore, tenendo conto dello scopo della valutazione (liquidazione, trasformazione, trasferimento…) e della posizione del valutatore (venditore, compratore, perito…). Le valutazioni realizzate da soggetti diversi e con scopi diversi risultavano differenti, di conseguenza la credibilità delle misure puramente contabili venne sempre meno.
Ovviamente, il valore non viene inteso come qualcosa di immutabile nel tempo, ma l'obiettivo, in questi casi, è di fornire la stima del valore in un determinato momento, con la consapevolezza che questo cambierà.
Sono emerse nel corso degli anni ulteriori teorie, per esempio quella della creazione di valore per gli azionisti nella quale il tradizionale obiettivo di massimizzazione dell'utile è stato sostituito con quello di massimizzazione del valore.

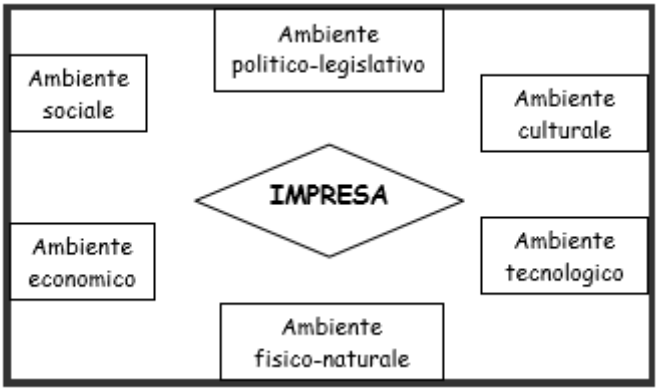
“Creazione di valore” ha assunto nel tempo il significato di accrescere la dimensione del capitale economico, ossia dell’impresa come investimento. Per quanto concerne la posizione degli azionisti è utile fare una distinzione tra il piccolo azionista che è più attento alla sua quota di capitale in termini di resa dell’investimento, quindi in un’ottica di breve termine, e il grande azionista, che pone attenzione al medio-lungo termine. Di conseguenza la politica di governo di una impresa deve soddisfare un insieme di obiettivi che soddisfino una moltitudine di stakeholder per garantire la sopravvivenza dell’azienda stessa; come abbiamo appurato precedentemente gli stakeholder non sono solamente azionisti (grandi o piccoli) ma anche consumatori, ambiente circostante, popolazione locale e va da sé che un’azienda per sopravvivere deve soddisfare le esigenze anche di queste categorie di soggetti. Quindi un’azienda non può resistere, prosperare o sopravvivere qualora non tenga conto del territorio, dei diritti dei lavoratori e delle esigenze nuove di consumatori sempre più legati a temi ambientali, sociali etc.
Quando si effettua la misurazione del valore di una azienda, si tendono a valutare gli aspetti quantitativi anziché le reali fonti del valore. Tuttavia, se non si identificano i processi alla base della creazione del valore, si rischia di mettere in pratica politiche errate, che nel lungo periodo andranno a distruggere valore invece che a crearlo.
Quando pensiamo a impresa e valore dobbiamo abbandonare l’idea di impresa “chiusa”, che ha bisogno di interagire con l’ambiente circostante, ma occorre considerare l’impresa come un tutt’uno con l’ambiente che la circonda (approccio comunicazionale).

Fig. 4 Approccio tradizionale



M.Vincenzini, Un approccio comunicazionale alla teoria dell’impresa di intermediazione finanziaria, in “Bancaria”, n. 7-8 luglio-agosto 2001

Fig. 5 Approccio comunicazionale



M.Vincenzini, Un approccio comunicazionale alla teoria dell'impresa di intermediazione finanziaria, in "Bancaria", n. 7-8 luglio-agosto 2001

L'impresa diventa, come si vede nella fig. 5, un insieme inseparabile di molteplici elementi tra loro diversi ma legati dall'organizzazione. È a questo punto indispensabile "ascoltare" l'ambiente esterno e adeguarsi alle esigenze di quest'ultimo in quanto qualora trascuri questi punti si troverebbe inevitabilmente a distruggere valore nel lungo periodo. Molto importante risulta la comunicazione sia all'interno dell'impresa che tra l'impresa e i vari ambienti, in quanto anche se l'azienda adottasse comportamenti responsabili e corretti, qualora non riuscisse a comunicare ciò che fa e i valori in cui crede essi non verrebbero percepiti.

Quando si prendono decisioni non deve essere considerato il mero aspetto economico, non sono infatti solo i numeri in bilancio a dare l'indicazione della bontà o meno dell'investimento o della metodologia con la quale gestiamo un'azienda. Le decisioni devono essere prese in un'ottica di sostenibilità nel lungo periodo e di accettazione da parte della comunità e dei consumatori, solo così l'attività potrà prosperare nel lungo termine.

La massimizzazione del valore aziendale è qualcosa di indispensabile in moltissime circostanze: richiesta di finanziamenti, costituzione di garanzie, offerte con gare pubbliche, richiesta di quotazione nel mercato borsistico, affitto d'azienda, operazioni straordinarie etc. Quindi i vari fattori che possono influenzare la valutazione di un'azienda devono essere senz'altro considerati; un approccio etico va a influenzare, in maniera positiva, i numeri del bilancio e quindi la valutazione dell'azienda nel suo complesso.

2.6.2 Sostenibilità e creazione di valore

Quando parliamo di "valutazione aziendale" i metodi finanziari sono ritenuti i più razionali, in quanto fanno propria la logica con cui vengono "prezzate" le attività finanziarie. La "Discounted Cash Flow Analysis" determina il valore dell'impresa in base al valore attuale dei flussi di cassa futuri che questa potrà generare.

$$VALORE = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

Questa formula è composta da:

- FCF: la stima dei flussi di cassa rilevanti;
- n: l'orizzonte temporale di riferimento;
- k: la scelta del tasso di attualizzazione adeguata al profilo di rischio.

È evidente come il valore sia positivamente determinato dai flussi di cassa: maggiori saranno quelli prodotti in questo momento e in futuro dall'impresa, maggiore sarà il valore di questa.

Il valore viene positivamente influenzato dall'orizzonte temporale, infatti tanto più a lungo una impresa sarà in grado di produrre flussi di cassa positivi tanto maggiore sarà il suo valore.

Mentre la valutazione viene negativamente influenzata dal tasso di attualizzazione, tanto più elevato sarà quest'ultimo tanto più rischiosa sarà considerata la nostra impresa, e subirà una conseguente diminuzione della valutazione.

Andiamo ad analizzare per primi i flussi di cassa: verrebbe da pensare che porre in essere misure Corporate Social Responsability sia un qualcosa di costoso che quindi andrà a diminuirli, ma non è sempre così.

Infatti "le pratiche socialmente responsabili comportano il sostenimento di costi iniziali di avvio e realizzazione che spesso vengono successivamente riassorbiti da maggiori rendimenti futuri (determinati da un miglioramento dell'immagine aziendale, dall'effetto anticipazione, da migliori rapporti con gli stakeholder)" (Silvana Signori, Gli investitori etici: implicazioni aziendali, 2006).

Molte aziende hanno, attraverso l'attuazione di progetti sostenibili, rafforzato il business da un punto di vista economico finanziario portando a una diminuzione dei costi di gestione e/o ad un incremento dei ricavi.

A titolo di esempio illustro alcuni interventi realizzati da imprese diverse fra loro, le misure poste in essere sono risultate vincenti e confermano nella pratica quanto detto sopra.

- BTicino, fra i più importanti produttori mondiali del settore delle apparecchiature elettriche in bassa tensione destinate alla distribuzione dell'energia, a citofonia e videocitofonia e al controllo di luce, audio, clima e sicurezza negli spazi abitativi, di lavoro e di produzione, ha ottenuto l'oscar per il packaging nel 2007 e nel 2010 per il packaging di due diversi prodotti raggiungendo nel corso degli anni traguardi dal punto di vista ambientale e di pari passo una riduzione dei costi e un aumento dei benefici economici. Vi è una preferibilità ambientale sull'intera gamma di prodotti di questa azienda, in quanto le placche utilizzate devono rimanere installate per anni, le vernici utilizzate sono ad acqua e prive di solventi. Ma tornando al discorso del packaging:

"La spinta verso la progettazione di imballaggi responsabili si sviluppa nell'azienda sin dal 1999. Da allora BTicino elabora una serie di linee guida interne legate ai concetti di preferibilità ambientale dei processi e dei prodotti. La scelta non dipende solo da una sensibilità ambientale, ma anche da motivi economici. I nuovi imballi creati dallo studio interno, oltre ad essere maggiormente responsabili nei confronti dell'ambiente, sono molto più economici delle precedenti versioni che utilizzavano polipropilene e carta arrivando, in alcuni casi, ad una riduzione di 2/3 rispetto al prezzo iniziale. Il miglioramento delle caratteristiche ambientali dell'imballo e la riduzione dei costi di produzione, gestione e trasporto dello stesso vanno dunque di pari passo" (Laura Badalucco, Il buon packaging).

Il reparto packaging è composto da sette persone e ha un costo di alcune centinaia di migliaia di euro all'anno, ma i benefici che ha generato hanno una portata molto rilevante:

- si è formato un gruppo composto da personale altamente specializzato in grado di scegliere i fornitori migliori e che riesce a fare da regia all'intero processo;
- vi è un rapporto di collaborazione tra i produttori del prodotto principale e gli ideatori del packaging che comunicano al fine di ideare una confezione su misura per il prodotto che sia di design, ecologica e che permetta di minimizzare i costi;
- una svolta rilevante è stata la standardizzazione del packaging utilizzato, che ha consentito di ridurre il numero di codici di componenti; grazie a ciò si possono acquistare lotti più grandi e di conseguenza ottenere agevolazioni sul prezzo e si sono creati packaging sempre più efficienti.
- si utilizza un mono materiale, grazie a questa idea si aumenta la velocità del processo, si rende più facile lo smaltimento, si riducono i volumi con un conseguente risparmio economico.

L'azienda è riuscita a sviluppare un rapporto di collaborazione con i fornitori, i quali diventano veri e propri consulenti per le scelte sui materiali e per le tecnologie produttive. Un altro aspetto fondamentale per quanto riguarda i rapporti con i fornitori è quello di cercarli vicini all'azienda, in modo da ridurre l'inquinamento generato dal trasporto e abbattere i costi.

- Coltène/Whaledent AG, multinazionale che si focalizza sul mercato dentale globale e in primo luogo sui materiali di consumo dentali, ha realizzato un progetto con la collaborazione di due imprese: Carl Edelmann GmbH e la cartiera Iggesund Paperboard. La prima è una delle principali produttrici di imballaggi per beni di consumo mentre la seconda è uno stabilimento industriale per la fabbricazione di carta.

  L'obiettivo è la creazione di un nuovo packaging per prodotti odontoiatrici che fosse ecocompatibile ed economico ma allo stesso tempo rappresentativo e di design. Il packaging originario in materiale plastico termoforato viene sostituito con il cartoncino, utilizzando moduli componibili i quali lo hanno reso versatile e utilizzabile per tutta la linea di prodotti Synergy, tutto ciò ha portato a una diminuzione di costi e a un aumento dell'efficacia d'imballaggio.

Jörg Weis, direttore Marketing Coltène Whaledent spiega: "Il packaging deve valorizzare e mettere in risalto i principali vantaggi del prodotto in modo chiaro, senza tralasciare la riconoscibilità del marchio".

"Il nuovo packaging doveva soddisfare le esigenze dei dentisti e facilitare le loro operazioni durante l'intervento odontoiatrico. Una delle clausole che dovevano essere rispettate" spiega Meino Adam, direttore tecnico della Edelmann "era la facilità di disposizione, manipolazione ed estrazione del prodotto all'interno del packaging, garantendo l'ordine e il facile utilizzo durante l'intervento". Componendo l'aspetto dei costi con quello della facilità d'utilizzo, è stato sviluppato un imballo modulare che serve come base per tutte le confezioni differenti, un packaging modulare e intercambiabile.

L'imballaggio è monomaterico, viene prodotto con un cartoncino bianco con una grafica sobria che richiama l'idea di ordine e pulizia, che ben si accostano a uno studio dentistico.

L'obiettivo era valutare in maniera integrata l'impatto ambientale del lavoro svolto e come questo andava a influire sulle relazioni con il contesto sociale senza trascurare la qualità del lavoro e l'economicità. Quindi dovevano essere soddisfatti tutti questi aspetti con benefici in termini:

- economici;
- di immagine aziendale;
- di solidità dell'impresa.

Gli obiettivi sono stati pienamente raggiunti e il passaggio dalla plastica al cartone è stato accolto in maniera molto positiva dai clienti.

- Un'altra politica molto interessante è quella posta in essere da Smurfit Kappa Group (SKG) azienda leader in Europa e America Latina nella produzione di packaging a base cellulosica.

  Gli obiettivi dell'azienda si basano sulla soddisfazione e ottimizzazione di tre aspetti ossia: impatto ambientale, qualità del lavoro e delle relazioni con il contesto sociale e parimenti di ritorno economico.

  "Nel rapporto annuale aziendale Sustainable Development 2009, tra gli obiettivi aziendali c'è la volontà di incrementare l'efficienza nell'uso delle risorse naturali, attraverso certificazioni per la materia prima e politiche territoriali, nonché di

sviluppare degli strumenti di management specifici per la sostenibilità ambientale. Inoltre, la società SKG si impegna a rispettare elevati standard di qualità sul lavoro negli stabilimenti di tutto il mondo, con attenzione al rapporto con le comunità locali. Infine, questo gruppo vuole dimostrare che è possibile mantenere e rafforzare la posizione di leadership attraverso il miglioramento della sostenibilità dei propri prodotti. Non si tratta (soltanto) di ricercare un'immagine aziendale "green", da comunicare ai clienti e al mercato. Al contrario, l'approccio responsabile dell'azienda si traduce nella scelta di implementare tutti i livelli della filiera produttiva e distributiva, attraverso l'inserimento di alcune soluzioni basate sulla preferibilità ambientale e sociale. In concreto, l'azienda ha sviluppato una strategia denominata "delle 3P", ossia Production, Product design e Performance, ovvero le tre macro-aree ove queste soluzioni operative hanno luogo" (Laura Badalucco, Il buon packaging, pag. 109).

Per quanto riguarda la produzione, il gruppo sta implementando tutti gli impianti attraverso sistemi di gestione ambientale per soddisfare i requisiti dello standard ISO14001. Inoltre, i fornitori di polpa devono essere in grado di garantire elevati standard di qualità. Le cartiere e gli altri fornitori vengono scelti in modo da essere il più vicini possibile, in modo da ridurre i costi di trasporto e allo stesso tempo l'inquinamento. Il gruppo è inoltre leader nel settore del riciclo della carta, basti pensare che il 100% degli scarti viene riciclato.
Il design del prodotto va ad influire significativamente sia sulla redditività che sull'impatto ambientale in quanto la quantità e il peso del cartone utilizzato, la forma e l'impilabilità degli imballaggi influiscono notevolmente nel calcolo del Life Cycle Assessment (LCA) in quanto incidono sia nelle casistiche di dismissione dell'imballo che nella logistica del trasporto. Per massimizzare i benefici legati al design di prodotto SKG ha sviluppato dei software ossia Pack Expert e Paper to Box, superando l'approccio tradizionale della scelta del packaging basato sui dati storici.
L'azienda per quanto riguarda il packaging sta sviluppando materiali cartacei che possono garantire le stesse prestazioni riducendo sensibilmente il peso, ma il dato più importante è che utilizza una percentuale di carta riciclata del 74% sul totale della materia prima utilizzata.

"L'innovazione di prodotto avviene così attraverso un lavoro condiviso all'interno e congiunto, all'esterno, con le aziende utilizzatrici e, soprattutto in Europa, con il retail e la grande distribuzione con le quali vengono sviluppate linee guida in particolare per la riduzione del peso dell'imballaggio o per l'uso di Shelf Ready Packaging (SRP)." (Laura Badalucco, Il buon packaging)

Queste sono solo alcune delle innovazioni implementate dal gruppo ma ci aiutano a capire come si possano perseguire congiuntamente molteplici obiettivi: riduzione consistente delle risorse utilizzate, dei costi di processo e di distribuzione, con un conseguente incremento dei profitti che interessa sia SKG sia i clienti.

- Riso Sivaris attraverso un cambiamento di packaging, utilizzando materiale riciclato, è riuscito a portare economicità nella produzione ma anche a dare una forte presenza al prodotto sul lineare della grande distribuzione, creando una confezione a basso costo che però trasmette immagine di alta qualità e responsabilità del prodotto.

- Barilla inizia, nel 1994, un processo di sostenibilità attraverso un documento che contiene le linee guida che caratterizzano tutta la produzione, andando a comprendere anche il packaging. Tra i molteplici esempi possibili ne possiamo riportare due: uno per la confezione del Plumcake e uno per le fette biscottate, che si distinguono per il ridotto impatto ambientale e il considerevole risparmio economico. Essendo le

quantità annuali di venduto molto elevate, la diminuzione, anche in piccola percentuale, della quantità di materiale utilizzato si traduce in un notevole risparmio in termini di materia prima, di energia elettrica e di CO_2 necessaria alla lavorazione. Questo si traduce in una migliore sostenibilità ambientale ma anche in un notevole risparmio economico.

- San Benedetto, società multinazionale italiana leader nel campo delle acque minerali, softdrink, isotonici e bibite che, oltre a innovative idee di packaging le quali portano a un risparmio ecologico ed economico, punta a rendere più sostenibile ed economicamente conveniente la produzione anche utilizzando altre idee: "E.ON realizzerà per Acqua Minerale San Benedetto S.p.A. una nuova soluzione per la produzione combinata di generazione elettrica, riscaldamento e raffreddamento (CHCP), che consentirà a San Benedetto una riduzione dei costi energetici del 15% l'anno e una diminuzione delle emissioni di CO_2 di circa 17.300 tonnellate stimate l'anno" (Paola Pagani, Imbottigliamento,12 febbraio 2015).

Vi sono altri e molteplici esempi di aziende che sono riuscite a far conciliare vantaggi ambientali e vantaggi reddituali; appare quindi evidente come un approccio sostenibile non sia un peso per i flussi di cassa ma anzi li aiuti a crescere.

Quando andiamo ad analizzare la tematica del valore, dobbiamo pensare che qualora non vengano rispettati gli obblighi imposti dalla legge e dall'ambiente, l'impatto può essere fortemente negativo sia dal punto di vista dell'immagine che dal punto di vista dei flussi di cassa, in quanto le sanzioni sono molto pesanti come abbiamo già visto nell'esempio BP, ma vi sono molti altri casi tristemente saliti alla ribalta nella cronaca.

Il caso Volkswagen, per esempio, dove il colosso tedesco ha modificato i test sull'emissione di NOx (ossidi di azoto) delle automobili, altrimenti troppo elevati per superare i test che verificano il tasso di inquinamento prodotto. La truffa è stata scoperta dall'agenzia federale statunitense per la protezione dell'ambiente (EPA) e ha avuto delle ripercussioni molto pesanti per la casa tedesca, infatti il governo americano ha ordinato all'azienda di ritirare le 482 mila auto prodotte a partire dal 2009. Ma questa è solo una goccia, in quanto l'azienda ha confessato che le auto compromesse potrebbero essere all'incirca 11 milioni, quindi anche quelle presenti in Europa.

Tutto ciò ha portato a conseguenze negative molto importanti, ossia la minaccia di una multa da 18 miliardi di dollari da parte del governo americano, il rischio di class action da parte di consumatori e azionisti sia negli Usa che in Europa.
L'impatto è stato ovviamente devastante come mostra il grafico sull'andamento del titolo in Borsa

Fig.6 Andamento del titolo Wolkswagen in borsa

Come si vede il crollo è netto, "le azioni del numero uno europeo dell'auto hanno perso il 18,6% a Francoforte dopo essere scese a metà mattinata fino a un minimo di 126,40 euro, con un calo di oltre il 22% rispetto ai 162,4 della chiusura di venerdì" ("Il sole 24 ore", 21 settembre 2015), le cause sono molteplici ossia perdita di credibilità da parte della società, incertezza per quanto riguarda il futuro in quanto non si conosceva l'entità precisa delle sanzioni e non vi era certezza sull'impatto che queste avrebbero avuto sul lungo periodo, senza considerare gli effetti che questo scandalo avrà sulle vendite future, le quali probabilmente andranno a diminuire.
Non va scordato il fatto che il valore delle azioni di società quotate è influenzato anche da fattori umani, molti azionisti di Volkswagen hanno deciso di vendere le azioni (con una conseguente diminuzione di valore) in quanto non volevano investire/identificarsi in un'azienda truffaldina e irrispettosa dell'ambiente e della salute dei consumatori.
Ora a distanza di due anni ancora non sono chiare le entità delle sanzioni e le conseguenze economiche delle class action ma nonostante gli scandali nel secondo trimestre del 2017 la casa di Wolfsburg ha aumentato il fatturato di quasi il 5% con un utile netto più che raddoppiato a 3,2 miliardi. Nel periodo Vw ha venduto 2,66 milioni di autoveicoli (+1,4%) con una buona crescita in Europa ma anche in Nord America.

I numeri in questo momento sembrano positivi per il colosso tedesco tuttavia la vicenda non è ancora giunta alla reale conclusione.

Si possono considerare anche scandali di minore entità, quello che ha coinvolto Moncler, che dopo l'inchiesta tv Report trasmessa di domenica su Rai 3 ha visto il titolo, il lunedì, perdere il 4,88% in Borsa. Questa inchiesta ha portato un danno d'immagine molto importante con ripercussioni anche sulle quantità vendute e di conseguenza sui flussi di cassa.

Gli scandali sono numerosi, lo sfruttamento del lavoro minorile da parte di Nike nel 2002 ma anche le inchieste sulle conseguenze del comportamento di aziende quali McDonald's, che oltre a conseguenze ecologiche legate all'uso eccessivo di carne (vaste zone della foresta pluviale sacrificate per il bisogno di pascoli) è considerato, assieme alla maggioranza dei fast food, una delle maggiori cause di obesità soprattutto in nord America.

E' chiaro come qualora comportamenti scorretti che vengano scoperti, sanzioni e danno d'immagine avrebbero un impatto devastante sull'azienda. Anche se le modalità operative poste in essere fossero "border line", vi sarebbe un rischio da parte delle imprese in quanto la legislazione rispetto a queste tematiche è in continua evoluzione e ciò che è consentito oggi potrebbe non esserlo più tra sei mesi, un anno o due.

E' preferibile modificare le politiche aziendali gradualmente cercando di anticipare la normativa, evitando di dover cambiare drasticamente e repentinamente la policy una volta che una legge sarà entrata in vigore.

Ora, pensando all'orizzonte temporale, ossia per quanto tempo un'azienda riuscirà a produrre flussi di cassa positivi, appare evidente come un'attività imprenditoriale che pone in essere misure di CSR avrà nella maggioranza dei casi una "vita" più lunga, in quanto non ha il rischio di incorrere in sanzioni e come detto precedentemente non subirà contraccolpi qualora entrino in vigore nuove norme più stringenti in materia.

"Le aziende socialmente responsabili, e quindi selezionate dagli investitori etici, vengono spesso viste come le più lungimiranti poiché, con la loro condotta attuale, prevengono possibili "incidenti" nel lungo periodo (costruire buone relazioni con i propri dipendenti o con i clienti assicura la loro "fedeltà", prevenire danni ambientali tutela contro eventuali futuri risarcimenti etc.). Per questo, molto spesso, l'atteggiamento socialmente responsabile viene visto come un buon investimento almeno nel medio lungo termine" (Silvana Signori, Gli investitori etici: implicazioni aziendali, 2006).

Anche una corretta gestione delle risorse umane in un'epoca nella quale l'apporto dato dal capitale umano supera l'apporto dato dal capitale finanziario avrà un impatto positivo sulla longevità dell'impresa, in quanto avere lavoratori con esperienza e legati all'impresa genera un impatto sicuramente positivo.

Ultimo aspetto è il tasso di interesse: un tasso di interesse maggiore corrisponde a un rischio più alto e avrà un impatto negativo sul valore dell'attività imprenditoriale. Basta ripensare agli esempi proposti per capire come per società non ERM il rischio business sia maggiore, questo cresce in relazione all'aumento dell'attenzione dei consumatori rispetto a queste tematiche e diventa ancora maggiore in caso di scandali o di cambiamenti della normativa vigente.

Hackerts e Moir (2004), facendo riferimento alle ricerche di Pearce e Ganzi, Engaging the Mainstream with Sustainability (2002), hanno stabilito che le performance sociali e ambientali sono parametri atti a valutare il rischio non finanziario.

Quindi il porre in essere misure di corporate social responsability, investimenti per il risparmio energetico, il risparmio di materia prima, la riduzione dell'inquinamento, la migliore sostenibilità dei prodotti e del packaging, se è vero che nell'immediato potrebbe rappresentare una spesa, nel lungo periodo porterà tuttavia all'abbattimento dei costi, a una migliore percezione dell'azienda da parte degli stakeholder, a una minore incertezza sul futuro, etc.

3 Il mondo della finanza sostenibile

3.1 Il processo di valutazione: un giudizio sull'eticità

Abbiamo parlato di aziende sostenibili, performance di mercato etc., ma non sappiamo quale sia la linea guida che ci consente di stabilire quando un'azienda sia da considerarsi etica o meno.

Il giudizio sull'eticità è soggettivo ed è influenzato da vari fattori; per un individuo potrebbe essere etico un determinato comportamento mentre per un altro lo stesso potrebbe essere immorale. Come affermato in precedenza, la percezione di ciò che è etico dipende da dove l'individuo è cresciuto, dalle sue esperienze, credenze etc.

La classificazione dell'eticità o meno di un investimento è un fenomeno recente, si sviluppa nel corso di questo ventennio per soddisfare una domanda sempre più ampia. Lo scopo è quello di essere un riferimento per i soggetti che desiderano investire in Borsa secondo i criteri di responsabilità sociale e ambientale d'impresa. Il confronto tra l'andamento di titoli che il mercato considera etici e titoli che non vengono considerati tali ci può dare una idea sull'effettiva redditività della finanza etica rispetto a quella tradizionale. Diviene dunque necessario coinvolgere attori indipendenti il cui lavoro consiste nel giudicare il comportamento della società in maniera imparziale segnalando agli investitori quelle più virtuose e meritevoli di catalizzare risorse finanziarie.

Dal lato dell'offerta è nata una particolare categoria di soggetti che "mutuano dalle metodologie di rating tradizionali i principi operativi e i presupposti della forma di valutazione, ma sono ispirati ai principi di responsabilità sociale e ambientale rintracciabili nel concetto di sviluppo sostenibile" (Perrini e Tencati, Corporate social responsability, un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa,2008).

L'investitore che desidera investire in strumenti etici ha a disposizione i seguenti mezzi:

- rating etico;
- indici etici;
- fondi etici.

Questi strumenti verranno analizzati nel dettaglio successivamente, in quanto sono diversi ma hanno un legame, tutti esprimono un giudizio di eticità su di un determinato titolo e per farlo normalmente si basano su criteri ambientali, sociali e di corporate

governance (ESG – Environmental, Social and Governance). Il giudizio che ne deriva non sarà univoco anzi a seconda dei criteri ai quali si dà maggiore importanza lo stesso cambierà e un'azienda che per una determinata società di rating ha una valutazione positiva potrebbe non averla per un'altra.

Fig.7 Criteri ESG

Fonte: Anasf (2010).

Il procedimento utilizzato per valutare l'eticità di una azienda o di un paniere di aziende si articola in vari passaggi:

in un primo momento si valuta quale sia l'universo che si desidera tenere in considerazione, sia l'intero mercato azionario o il mercato di un solo paese, sia relativo alle aziende operanti in un determinato settore etc.

Successivamente inizia il processo di screening, che ha il fine di escludere/includere le aziende operanti in alcuni settori/attività. L'approccio può quindi essere:

- negativo o di esclusione;
- positivo o di inclusione
- di selezione.

Lo screening negativo, come è ovvio, esclude aziende operanti in determinati settori (e. g. armi, tabacco, alcolici, gambling etc.) o che pongono in essere determinate attività (e.g. pubblicità offensiva o ingannevole, prodotti con forte impatto ambientale etc.).
Allo stesso modo lo screening positivo o di inclusione favorisce l'ingresso di imprese che operano in determinati settori/attività (e.g. agricoltura biologica, energie rinnovabili, servizi alla persona, raccolta differenziata, riciclaggio dei rifiuti etc.).
Oltre a questi fattori vengono analizzate anche le politiche di gestione:

- politiche di gestione interne:
  - rispetto dei diritti dei lavoratori, delle libertà sindacali, del lavoro minorile etc.;
  - sistemi di corporate governance: comunicazione efficiente, codici di condotta chiari ed etici, comunicazione trasparente, tutela delle minoranze, pari opportunità, internal auditing, diritti degli azionisti etc.;
  - correttezza e trasparenza nei rapporti con clienti e fornitori.
- Politiche di gestione esterne e socio economiche:
  - rispetto dei diritti umani;
  - relazioni con i paesi in via di sviluppo;
  - trasparenza nelle scelte;
  - politiche di sviluppo del territorio circostante;
  - politiche di occupazione;
  - politiche di redistribuzione della ricchezza.
- Politiche "ambientali":
  - impatto ambientale;
  - modalità di sfruttamento delle risorse;
  - smaltimento e riciclaggio di rifiuti;
  - impiego di fonti energetiche alternative;
  - sfruttamento delle specie animali;
  - iniziative volte a ridurre l'impatto ambientale.

Una volta che tutte le informazioni sono emerse, è necessario sistematizzarle al fine di prendere decisioni; le modalità di decisione sono varie e ogni attore potrà decidere di considerare o meno un determinato parametro; il peso attribuito a ciascun parametro potrebbe essere in ogni caso differente da soggetto a soggetto, motivo per cui agenzie di rating etico diverse assegnano un giudizio etico differente alla stessa azienda.

L'attività di screening può considerare solo criteri positivi, solo criteri negativi o entrambi. Vi è poi la possibilità di scegliere quali parametri analizzare, ad esempio uno solo o una moltitudine, e in base a questi si può porre in essere una selezione "assoluta" (inclusione o esclusione) o una selezione ragionata (si considerano i parametri e a ognuno di essi si assegna un peso, vi è una soglia di tolleranza).

Lo screening è continuo, le aziende vengono monitorate in maniera costante, il giudizio varia nel tempo. Ovviamente con il passare degli anni queste tecniche di selezione diventano più precise ed efficaci; inizialmente l'analisi era basata su criteri di esclusione relativi al rispetto di norme, per esempio di tipo ambientale, ora vengono considerati una moltitudine di fattori e relazioni, per esempio si può valutare anche l'impatto potenziale futuro dell'azienda, quindi una società che al momento non rispetta gli standard ma che si sta adoperando per migliorare questi parametri potrebbe essere meno penalizzata, e vengono applicati pesi diversi e ponderati per ciascuna caratteristica che si ritiene meritevole di tutela.

Di seguito è proposto un esempio di questa pratica:

UNIVERSO INVESTIBILE: A2A, Autogrill, Bulgari, Campari, Enel, Fiat, Finmeccanica, Impregilo, Lottomatica, Prysmian, Saipem				
SCREENING NEGATIVO: aziende impegnate nei business delle armi e del gioco d'azzardo: Finmeccanica e Lottomatica				
UNIVERSO CONSIDERABILE: A2A, Autogrill, Bulgari, Campari, Enel, Fiat, Impregilo, Prysmian, Saipem				
SCREENING POSITIVO: criteri e ponderazioni				
Dipendenti (30%)	**Ambiente (25%)**	**Clienti e Prodotti (25%)**	**Azionisti (15%)**	**Concorrenti (5%)**
Clima aziendale (40%) Formazione (30%) Pari Opportunità (20%) Benefits (10%)	Fonti rinnovabili (30%) Riciclabilità (25%) Emissioni in atmosfera (25%) Produzione rifiuti (20%)	Qualità (33%) Sicurezza del prodotto (33%) Customer satisfaction (33%)	Indipendenza C.d.A. (40%) Disclosure informativa (30%) Gestione assemblee (15%) Patti di sindacato (15%)	Antitrust e concorrenza (50%) Cartelli (25%) Corruzione (25%)
RATING ETICO ASSEGNATO:				
*****	****	***	**	*
A2A	Campari, Saipem	Enel, Fiat	Autogrill, Bulgari, Prysmian	Impregilo

Inizialmente si individua l'universo investibile ossia l'insieme delle attività imprenditoriali nelle quali è possibile investire. In questo caso l'universo considerato comprende le seguenti aziende: A2A; Autogrill; Bulgari; Campari; Enel; Fiat; Finmeccanica; Impregilo; Lottomatica, Prysmian e Saipem.

Successivamente si effettua il processo di screening, in questo caso negativo, attraverso l'esclusione delle aziende operanti nel settore delle armi o del gioco d'azzardo (Finmeccanica e Lottomatica). Questi parametri, come già detto, sono discrezionali e una

società di rating o un indice etico diverso avrebbero potuto escludere, ad esempio, le aziende operanti nel settore delle bevande alcoliche, quindi anche Campari.
Ultimato questo primo screening l'universo considerabile risulta ridotto e si procede alla valutazione delle aziende che lo compongono in relazione a diversi parametri, assegnando a ciascuno un peso differente.
Le pratiche che coinvolgono i dipendenti, per esempio, hanno un peso di 0,3 (30%) e nell'ambito di queste vengono considerati, in ordine di importanza: clima aziendale, formazione, pari opportunità e benefits.
Sulla base delle valutazioni assegnate a ciascun parametro viene emesso un giudizio.
È importante sottolineare la discrezionalità che caratterizza questo processo e che può portare a risultati anche opposti.

3.2 Gli indici etici

3.2.1 Introduzione storica

Gli indici etici, come tutti gli strumenti di finanza etica, sono stati introdotti al fine di soddisfare le esigenze del consumatore attento alle tematiche di CSR. Nel tempo la loro funzione si è ampliata e oltre a essere indicativi del rendimento della finanza etica rispetto a quella tradizionale vengono sempre più utilizzati come indici di benchmark, per esempio da chi colloca sul mercato fondi comuni di investimento etici. Alcuni indici nel tempo hanno assunto notorietà e importanza tali per cui rientrare all'interno di questi è diventato un obiettivo per le imprese che perseguono la via della sostenibilità: entrare all'interno di questi indici fornisce grande visibilità ed è una sorta di "garanzia" sulla reputazione. Vi è poi un aspetto meramente finanziario che assume una rilevanza importante: i fondi di investimento etici quando decidono dove andare a investire il proprio denaro prendono come riferimento le società incluse in un determinato indice, di conseguenza le società facenti parte dell'indice riceveranno una parte di tali fondi.
Come già detto, questi strumenti utilizzano gli stessi criteri del rating etico per porre in essere un accurato processo di selezione, tuttavia, come qualsiasi altro indice di Borsa, devono rispondere a determinati criteri di calcolo (per esempio in termini di peso massimo che viene assegnato ai titoli che hanno maggiore capitalizzazione o in termini di rappresentatività dell'intero listino).

Il primo indice etico risale al 1990 ed è stato il Domini Social Index 400 (DSI 400), lanciato dalla società statunitense di analisi e ricerche sulla sostenibilità KLD (la società è successivamente acquistata prima da Risk Metrics Group e poi da MSCI, l'indice ha cambiato nome e attualmente è il MSCI KLD 400 Social Index).

L'indice è composto da:

- 250 aziende con maggiore capitalizzazione selezionate attraverso criteri di screening, positivi e negativi, dallo Standard & Poors 500;
- 100 aziende di grandi dimensioni che tuttavia non sono state inserite nello S&P 500 ma che hanno conseguito importanti risultati in termini di ESG (individuate tra le aziende sottocapitalizzate);
- 50 altre aziende di medie dimensioni con buona capitalizzazione che sono impegnate in programmi etici o sociali importanti e di rilievo.

Le aziende vengono selezionate sulla base di criteri positivi e negativi di screening.

Criteri positivi di screening:

- relazioni con gli stakeholder e condotta negli affari;
- qualità dei prodotti;
- sicurezza dei prodotti;
- rispetto delle leggi in materia di lavoro;
- rispetto dell'ambiente;
- relazioni con i dipendenti;
- multiculturalità.

Criteri negativi di screening :

- vendite di armamenti e prodotti militari per un ammontare superiore al 2% del fatturato totale;
- vendite di beni paramilitari per un ammontare superiore al 4% del fatturato totale;
- produzione e vendita di alcolici per un ammontare superiore al 4% del fatturato totale;
- produzione e vendita di tabacco per un ammontare superiore al 4% del fatturato totale;
- fatturato relativo al gioco d'azzardo superiore al 4% del fatturato totale;
- fatturato superiore a 10 milioni di dollari nella vendita di armamenti nucleari.

"MSCI SRI Indexes are constructed by applying a combination of values based exclusions and a Best-in- Class selection process to companies in the regional indexes that make up MSCI ACWI, a global equity index consisting of developed and emerging market countries. After securities of companies involved in Nuclear Power, Tobacco, Alcohol, Gambling, Military Weapons, Civilian Firearms, GMOs and Adult Entertainment are excluded, MSCI's Best-in-Class selection process is applied to the remaining eligible securities in the selection universe. The MSCI SRI Indexes target sector and region weights consistent with those of the underlying indexes to limit the systematic risk introduced by the ESG selection process. The methodology aims to include the securities of companies with the highest ESG ratings making up 25% of the market capitalization in each sector and region of the parent indexes. Companies that are not existing constituents of the MSCI SRI Indexes must have an MSCI ESG Rating above BBB and the MSCI ESG Controversies score above 3 to be eligible. Current constituents of the MSCI SRI Indexes must have an MSCI ESG Rating above B and the MSCI ESG Controversies score above 0 to be eligible. The selection universe for the MSCI SRI Indexes is the constituents of the MSCI Global Investable Market Indexes. The Index is float-adjusted market capitalization weighted "(MSCI).

Un'altra tappa importante è stata segnata nel 1990, quando il Dow Jones in collaborazione con la società di rating etico Svizzera Sam e Stoxx Limited ha dato vita al Dow Jones Sustainability Index che è divenuto il più celebre al mondo. Oggi, in linea con quanto successo alla maggior parte degli indici etici tradizionali, questo si è scisso e si compone da una pluralità di indici; il più importante è il DJSI World, vi sono poi DJSI Nord America, DJSI Europe; DJSI Asia e un indice nazionale che copre gli Stati Uniti.
La valutazione delle imprese si basa su un sistema a punti che va da 0 a 74 di cui:

- 36 per il perseguimento di attività di sviluppo sostenibile;
- 36 per l'accertamento di riduzione/eliminazione di rischi e costi;
- 2 per la qualità dell'informazione disponibile.

Al fine di attuare una valutazione veritiera ci si basa sia su fonti interne (bilanci, report strumenti di comunicazione aziendali e un questionario di valutazione, diverso in relazione al tipo di attività svolta, spedito al CEO di ciascuna impresa) che su fonti esterne. Successivamente, si raggruppano le aziende in relazione al settore di appartenenza, vengono esclusi i settori nei quali il punteggio massimo ottenuto è inferiore a un quinto

del punteggio massimo teorico (74 punti), e all'interno dei settori rimasti si scelgono tutte le aziende con punteggio maggiore o uguale a un terzo del punteggio massimo realizzato dal settore.
La revisione è annuale, tuttavia sono previste revisioni periodiche qualora le imprese siano sottoposte a determinate fattispecie (fallimento, fusioni, scalate, catastrofi naturali causate dall'azienda etc.).
Nel giugno 2002 è stato lanciato l'ESI Ethical Sustainability Index, che accoglie all'interno del suo paniere aziende derivanti dallo S&P Global 1200 che ne rappresenta il benchmark.
Nel 2001 la Borsa di Londra ha lanciato, con la consulenza dell'istituto britannico di ricerca Eiris, l'indice Ftse4Good, che viene rivisto due volte l'anno per includere eventuali nuove aziende ed escludere quelle che non hanno mantenuto gli standard di sostenibilità richiesti.
Per quanto riguarda il mercato italiano gli indici più importanti sono due: il Ftse Ecpi Italia Sri Benchmark e il Ftse Ecpi Italia Sri Leaders, i quali raggruppano le migliori società quotate sul listino in termini di performance Esg. Da gennaio 2000 è nato l'Ethical index elaborato dalla società di rating italiana E.Capital Partners Spa.

3.2.2 Andamento degli indici etici rispetto ai non etici

L'obiettivo del paragrafo è quello di analizzare i risultati ottenuti dagli indici che includono solamente aziende sostenibili (etici) rispetto a indici della stessa famiglia e operanti nel medesimo mercato di riferimento che non tengono conto della sostenibilità nei criteri di inclusione/esclusone.

- Confronto tra FTSE4Good developed e FTSE developed

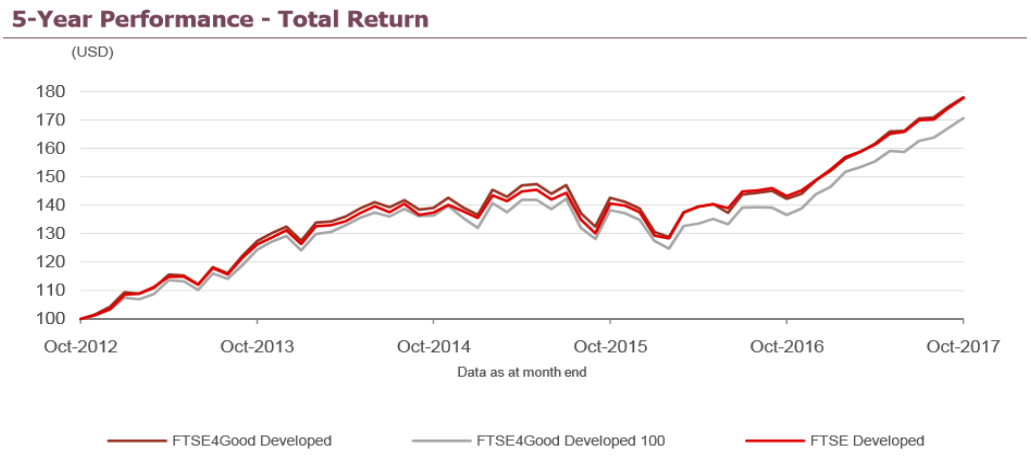


Fig. FTSE4GOOD developed vs FTSE developed.

Fonte: FTSE Russel.

Performance and Volatility - Total Return

Index (USD)	Return %						Return pa %*		Volatility %**		
	3M	6M	YTD	12M	3YR	5YR	3YR	5YR	1YR	3YR	5YR
FTSE4Good Developed	4.4	10.1	19.7	25.1	28.0	77.9	8.6	12.2	6.5	12.2	10.1
FTSE4Good Developed 100	4.9	9.7	18.5	24.9	25.1	70.5	7.7	11.3	6.7	12.0	10.1
FTSE Developed	4.6	10.2	19.4	24.1	29.3	77.7	8.9	12.2	6.0	11.6	9.8

Fonte: FTSE Russel.

"The FTSE Developed Index is a market-capitalization weighted index representing the performance of large and mid cap companies in Developed markets. The index is derived from the FTSE Global Equity Index Series (GEIS), which covers 98% of the world's investable market capitalization" (FTSE Russel, 2017).

L'indice è rappresentativo di un paniere di aziende che operano in mercati sviluppati: il FTSE Developed non considera criteri etici nelle scelte di inclusione o esclusione delle aziende, viceversa il FTSE4Good developed ne tiene conto.

I principali costituenti del FTSE4Good sono: Apple (2,2%), Microsoft (1,55%), Amazon.com (1,09%), Facebook class A (1,05%), Johnson & Johnson (0.98%), Exxon (0,88%), Alphabet class A (0,77%), Alphabet class C (0,76%) e Bank of America (0,67%). Le aziende che compongono questo indice quindi sono differenti e operano in settori anche molto diversi tra loro, a fini di minimizzazione il rischio specifico di portafoglio.

Sempre per la stessa logica le aziende che lo compongono non sono unicamente americane, anche se sono quelle che hanno un peso maggiore, ma vi sono pure industrie austriache, italiane, inglesi, tedesche, svizzere, belghe, giapponesi etc.
Le figure mostrano come l'andamento e il ritorno percentuale complessivo, negli ultimi cinque anni, tra FTSE4Good Developed e FTSE Developed sia analogo, il ritorno percentuale del primo prendendo in considerazione l'intero periodo di tempo è stato del 77,9% mentre quello del secondo 77,7%. La differenza dunque è solo dello 0.2% quindi scarsamente significativa.

- Confronto tra FTSE4Good US select index e FTSE USA

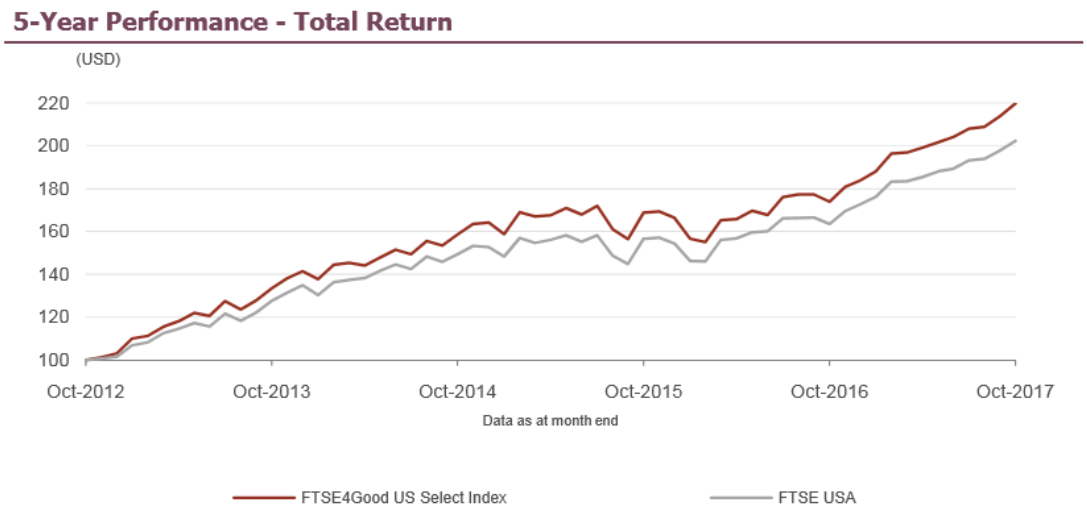


Fig. FTSE4GOOD US Selected Index vs FTSE US.
Fonte: FTSE Russel.

Performance and Volatility - Total Return

Index (USD)	Return %						Return pa %*		Volatility %**		
	3M	6M	YTD	12M	3YR	5YR	3YR	5YR	1YR	3YR	5YR
FTSE4Good US Select Index	5.6	10.3	19.6	26.4	38.5	119.8	11.5	17.1	7.8	11.5	10.1
FTSE USA	4.8	9.1	17.2	23.8	35.4	102.4	10.6	15.1	7.2	11.1	9.4

Fonte: FTSE Russel.

Il FTSE4Good US Select Index prende in considerazione unicamente aziende operanti nel mercato americano e le costituenti principali sono Apple (5,5%), Microsoft (3,89%),

Facebook Class A (2,62%), Johnson & Johnson (2,35%), JP Morgan Chase & Co. (2,22%), Alphabet Class A (1,92%), Alphabet class C (1,92%), Bank of America (1,68%), Well Fargo & Company (1,57%) Procter & Gamble (1,38%).

L'indice FTSE USA ha lo stesso mercato di riferimento ma non applica criteri etici nelle scelte di inclusione/esclusione delle aziende.

L'andamento dell'indice sostenibile ossia del FTSE4Good US Select Index risulta superiore a quello dell'indice non sostenibile ossia il FTSE USA; il ritorno percentuale del primo negli ultimi 5 anni è stato del 119.8% mentre quello del secondo del 102.4%; una differenza di ben 17.4%.

- Confronto tra FTSE4Good Emerging e FTSE Emerging

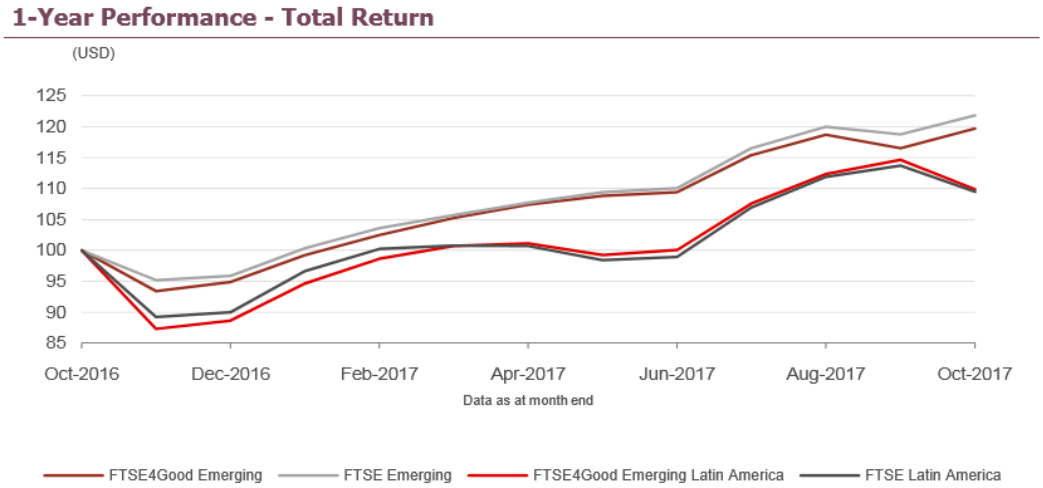


Fig. FTSE4Good emerging vs FTSE emerging.

Fonte: FTSE Russel.

Performance and Volatility - Total Return

Index (USD)	Return %						Return pa %*		Volatility %**		
	3M	6M	YTD	12M	3YR	5YR	3YR	5YR	1YR	3YR	5YR
FTSE4Good Emerging	3.7	11.5	26.2	19.7	-	-	-	-	10.5	-	-
FTSE Emerging	4.5	13.1	27.0	21.8	15.7	27.1	5.0	4.9	10.2	16.8	14.6
FTSE4Good Emerging Latin America	2.1	8.6	23.9	9.9	-	-	-	-	21.2	-	-
FTSE Latin America	2.3	8.6	21.6	9.4	-5.0	-13.6	-1.7	-2.9	21.7	24.3	23.2

Fonte: FTSE Russel.

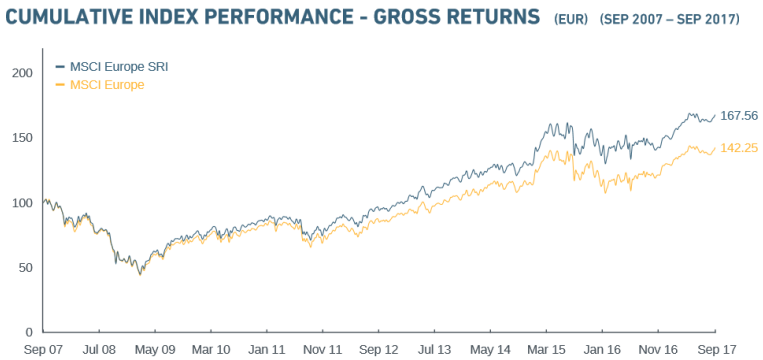
Gli indici FTSE4Good Emerging e FTSE Emerging prendono in considerazione l'andamento di aziende operanti in mercati emergenti come quello messicano, peruviano, brasiliano, colombiano, indiano, indonesiano, malese, pakistano, peruviano; turco, sudafricano, russo etc.

Mentre gli indici FTSE4Good Emerging Latin America e FTSE Latin America comprendono unicamente aziende operanti nell'America Latina.

In questo caso l'andamento degli indici etici si riferisce unicamente all'ultimo anno in quanto la costituzione del FTSE4Good Emerging è molto recente.

In generale fare un confronto tra indice etico (FTSE4Good Emerging) e non etico (FTSE Emerging) risulta scarsamente significativo a causa della limitatezza di risultati i quali si riferiscono esclusivamente ad un anno.

- Confronto tra MSCI Europe SRI e MSCI Europe



ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI Europe SRI	MSCI Europe
2016	0.70	3.22
2015	15.35	8.78
2014	6.54	7.40
2013	25.02	20.51
2012	19.45	18.09
2011	-4.48	-7.51
2010	12.20	11.75
2009	36.76	32.55
2008	-42.79	-43.29

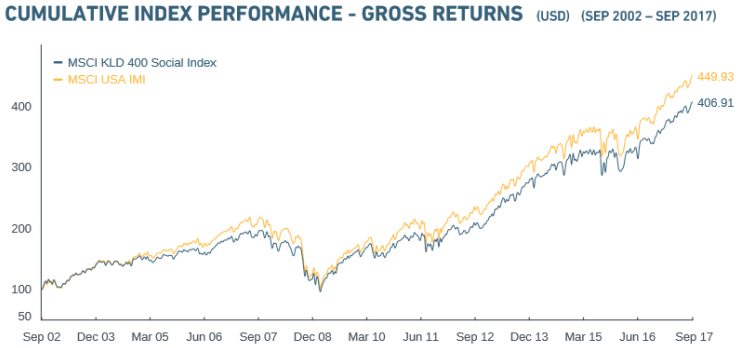
Fig. MSCI Europe SRI vs MSCI Europe.

Fonte MSCI.

"The MSCI Europe SRI Index includes large and mid cap stocks across 15 Developed Markets (DM) countries in Europe. The index is a capitalization weighted index that provides exposure to companies with outstanding Environmental, Social and Governance (ESG) ratings and excludes companies whose products have negative social or environmental impacts. The Index is designed for investors seeking a diversified Socially Responsible Investment (SRI) benchmark comprised of companies with strong sustainability profiles while avoiding companies incompatible with values screens. Constituent selection is based on research provided by MSCI ESG Research" (MSCI).

Gli indici comprendono multinazionali operanti in 15 stati europei: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Inghilterra e operanti in settori differenti.
Il confronto tra l'indice etico MSCI Europe SRI e il non etico MSCI Europe è vinto dal primo che ha ottenuto un rendimento medio negli ultimi dieci anni del 7,64% superando l'indice non sostenibile il cui ritorno si attesta su valori medi del 5,72%.

- Confronto tra MSCI KLD 400 Social Index e MSCI USA IMI



ANNUAL PERFORMANCE (%)

Year	MSCI KLD 400 Social Index	MSCI USA IMI
2016	10.92	12.66
2015	0.94	0.64
2014	12.72	12.51
2013	36.20	33.39
2012	13.24	16.41
2011	1.60	1.23
2010	11.89	17.17
2009	31.73	28.72
2008	-34.94	-36.98
2007	3.72	5.78
2006	13.26	15.70
2005	3.00	6.41
2004	10.31	12.32
2003	28.47	31.01

Fig. MSCI KLD 400 Social Index vs MSCI USA IMI.
Fonte MSCI.

Gli indici MSCI KLD 400 Social Index e MSCI USA IMI comprendono grandi aziende operanti nel mercato americano; l'indice etico ha tenuto, nei quattordici anni presi in considerazione, un rendimento medio del 10,22% mentre il rivale non etico l'11,21%; come si evince anche dal grafico il rendimento dell'indice non etico risulta superiore a quello dell'indice etico.
Questo risultato potrebbe apparire come una contraddizione in quanto sopra abbiamo visto come il FTSE4GOOD US Selected Index batteva il suo benchmark, ovvero il FTSE US. Tuttavia, ragionando appare chiaro come questa non sia una contraddizione, il concetto di etica non è univoco e di conseguenza neppure i criteri utilizzati per porre in essere il processo di screening e di selezione delle aziende.
A livello di indice poi il peso assegnato a ciascuna azienda che lo compone è elemento discrezionale e può portare a risultati diversi che dipendono dalla bravura di chi pone in essere questo processo.

Questo è dimostrato dai componenti principali dei due indici e dai pesi diversi assegnati loro.

Fig.8 Componenti MSCI KLD 400 Social Index.

TOP 10 CONSTITUENTS

	Index Wt. (%)
MICROSOFT CORP	5.50
ALPHABET C	3.01
ALPHABET A	2.92
PROCTER & GAMBLE CO	2.34
VERIZON COMMUNICATIONS	2.03
COCA COLA (THE)	1.84
INTEL CORP	1.80
MERCK & CO	1.76
CISCO SYSTEMS	1.69
DISNEY (WALT)	1.55
Total	24.45

Fonte MSCI.

Fig.9 Componenti FTSE4GOOD US Selected Index.

Top 10 Constituents (by MCap)

Constituent	Country	ICB Sector	Net MCap (USDm)	Wgt %
Apple Inc.	USA	Technology Hardware & Equipment	880,719	5.50
Microsoft Corp	USA	Software & Computer Services	623,019	3.89
Facebook Class A	USA	Software & Computer Services	419,647	2.62
Johnson & Johnson	USA	Pharmaceuticals & Biotechnology	375,417	2.35
JPMorgan Chase & Co	USA	Banks	355,295	2.22
Alphabet Class A	USA	Software & Computer Services	307,032	1.92
Alphabet Class C	USA	Software & Computer Services	306,940	1.92
Bank of America	USA	Banks	269,614	1.68
Wells Fargo & Company	USA	Banks	251,797	1.57
Procter & Gamble	USA	Household Goods & Home Construction	220,737	1.38
Totals			**4,010,217**	**25.06**

Fonte: FTSE Russel.

Come si vede chiaramente tra i costituenti più grandi dell'indice vi sono imprese differenti e anche tra quelle uguali il peso assegnato è diverso, nonostante il numero di aziende che compongono gli indici sia simile (MSCI KLD 400 Social Index 403 aziende - FTSE4GOOD US Selected Index 429 aziende).

Questo è sicuramente determinato dalle scelte individuali dei soggetti preposti alla decisione che, come è ovvio, porta a risultati differenti.

3.3 Fondi etici

3.3.1 Introduzione storica

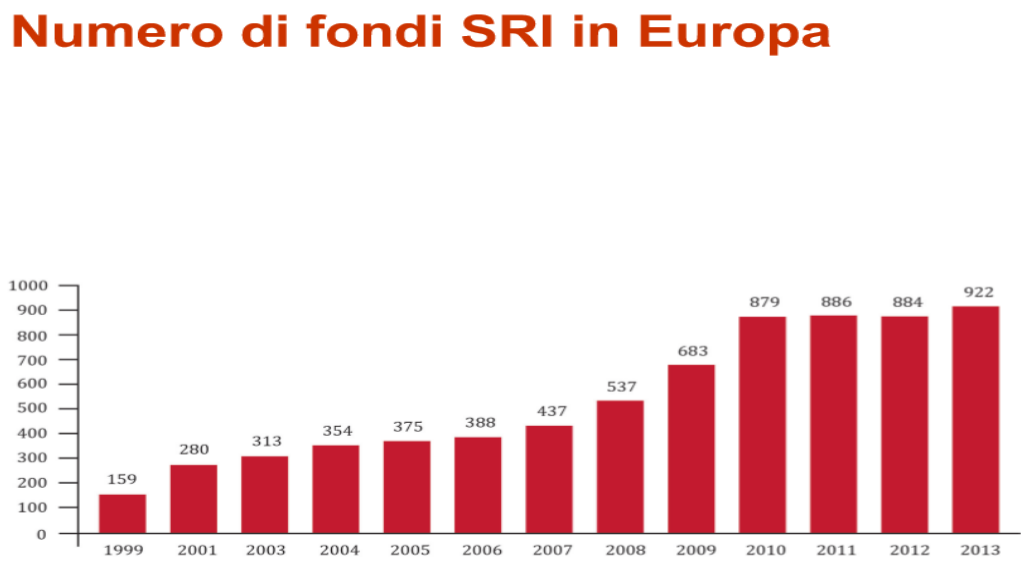
Quando si tratta l'argomento degli investimenti sostenibili non possiamo non menzionare i fondi etici. Questi hanno una storia centenaria in quanto già nel XVII secolo i Quaccheri si rifiutano di trarre profitto dalla vendita di schiavi e dalla guerra. Questo caso appare isolato in quanto quattrocento anni fa era assente una visione sui diritti e sull'uguaglianza paragonabile a quella odierna e per gli eventuali comportamenti scorretti avrebbe risposto solo la coscienza dell'individuo, non essendoci mezzi di comunicazione sviluppati.

Questa tendenza iniziò a essere più evidente agli inizi del XIX secolo grazie soprattutto a istituzioni religiose le quali hanno deciso di non investire più in "titoli del peccato", ossia legati al mercato del gioco d'azzardo, del tabacco e dell'alcol. Questa manovra da parte delle istituzioni religiose ebbe un grande risvolto, tanto che la maggior parte degli investitori protestanti seguì a ruota queste indicazioni non investendo risorse nei suddetti settori. Ciò ci fa capire come un secolo fa la religione avesse un ruolo e una influenza fondamentali nello stabilire cosa fosse etico o meno.

Decisivi per la nascita dei fondi responsabili furono gli anni tra il 1960 e il 1970, nei quali molte comunità religiose e università americane si rifiutarono di investire in titoli di aziende coinvolte nella guerra del Vietnam. Fu la prima volta che il mondo laico, rappresentato dai pacifisti, mostrava interesse rispetto alla destinazione del danaro. Tuttavia, nonostante le buone intenzioni, un fondo costituito da aziende che non traessero profitto neppure indirettamente dal conflitto non esisteva, così nel 1971 due ministri metodisti crearono il Pax World Found, il primo fondo che escludeva in toto aziende coinvolte nei settori di armi, tabacco, alcol e gioco d'azzardo includendo viceversa aziende che si dimostravano responsabili in termini di politiche ambientali e relazioni con i dipendenti. Possiamo affermare che questo fu il primo fondo in linea con il modello di fondi etici attuali.

Nel 1966 Nader pubblicò Unsafe at any Speed dove denunciava la scarsa sicurezza delle automobili americane e accusò le grandi multinazionali di pensare unicamente alla massimizzazione dei profitti, trascurando bisogni e diritti degli stakeholder. Nel 1970 all'assemblea annuale della General Motors Nader e altri suoi collaboratori proposero 9 strategie in merito al rispetto delle minoranze, dei lavoratori e dei consumatori.
Alcuni anni più tardi le comunità religiose statunitensi costituirono l'Interfaith Center on Corporate Responsability (ICCR) seguendo proprio l'esempio di Nader. Questo fu uno dei primi gruppi attivi nel mercato degli investimenti solidali, l'obiettivo era porre in essere strategie d'investimento rispettose degli stakeholders nel loro insieme. Allo stesso tempo fu uno dei primi fondi a essere coinvolto in iniziative di community investing, ossia nel fornire finanziamento a soggetti considerati troppo rischiosi dalle banche o dagli istituti di credito tradizionali.
Alla fine degli anni '70 l'America entrò in un clima di uguaglianza tra uomini bianchi e uomini di colore, tutto ciò ovviamente andò ad influenzare anche il mercato degli investimenti in quanto molte istituzioni religiose e gruppi laici si rifiutarono di investire in titoli di società che operavano in qualche modo in Sud Africa, dove vigeva l'apartheid. Di conseguenza i fondi pensionistici americani si trovarono costretti a effettuare un processo di screening che portò all'esclusione di tali realtà aziendali. Dagli anni '80 in poi l'importanza di questo tema crebbe rapidamente e ad oggi esistono una moltitudine di strumenti che vanno a sostenere e aiutare l'investitore responsabile.

Fig.10 Numero di fondi SRI in Europa



Come si evince dalla figura il numero di fondi SRI in Europa dal 1999 al 2013 è cresciuto esponenzialmente a prova che questo fenomeno non riguarda unicamente il mercato americano.

Secondo un articolo de "Il sole 24 ore", a cura di Marco Giorgino, "Già nel 2014 nel mondo circa un terzo degli asset in gestione (per un valore di 21.400 miliardi, fonte Gisa) è risultato legato a criteri di selezione SRI: l'Europa su questo primeggia, non altrettanto l'Italia".

Un dato interessante è che questi sono aumentati in maniera maggiore negli anni successivi al 2008, l'anno nero, quello del fallimento di Lehman Brothers e della grande crisi.

Questo fenomeno si è così tanto ampliato nel corso degli anni che è diventato difficile capire al momento quali fondi siano realmente etici e quali si professino tali solo per un tornaconto economico.

I fondi etici pongono in essere varie strategie al fine di conseguire i loro obiettivi di solidarietà:

- i fondi caritativi nei quali viene offerta all'investitore la possibilità di devolvere in beneficienza una percentuale dei profitti. Questi fondi non utilizzano criteri di screening al fine di investire in realtà che soddisfano determinati principi ESG, ma si limitano a sostenere iniziative solidaristiche donando parte dei ricavi;
- i fondi socialmente responsabili, in questo caso vi è una selezione accurata dei titoli da inserire in portafoglio. Si possono includere aziende che appartengono a uno o più indici etici, aziende che hanno ottenuto valutazioni positive dalle agenzie di rating etico. È importante che venga istituito un comitato di controllo etico composto da esperti, advisor etici o società di certificazione etica, al fine di certificare che gli investimenti siano realmente canalizzati verso aziende meritevoli, eticamente parlando, andando a scongiurare possibili comportamenti opportunistici.

Succede che alcuni gestori creino fondi che incorporano entrambe le caratteristiche, dove quindi una parte dei profitti viene donata in beneficienza e allo stesso tempo si cercano di includere solo aziende che rispettano criteri di SGR.

- Un altro tipo di attività posto in essere dai fondi è il community investing o cause-based investing questa si basa sulla concessione di credito a soggetti considerati

non bancabili dai tradizionali istituti di credito, spesso a tasso e condizioni agevolate. Ovviamente questi finanziamenti vengono fatti per sostenere cause di particolare importanza o caritatevoli;

- la quarta e ultima strategia utilizzata nella gestione dei portafogli etici è la shareholder advocacy. Questa mira a incoraggiare l'impresa a porre in essere politiche di CSR grazie alla collaborazione degli investitori che in quanto azionisti dell'azienda hanno la possibilità di dialogare con il management, di esprimere attraverso il diritto di voto la loro opinione su una determinata proposta e di presentare particolari iniziative nelle assemblee annuali degli azionisti.

3.3.2 Costo e rendimento dei fondi etici

Gli studi posti in essere da Mackenzie (2001) e De Bondt (1998) hanno dimostrato che buona parte degli investitori etici è disposta a detenere quote di fondi etici i cui rendimenti sono inferiori a un fondo tradizionale; non si tratta di una strategia di investimento negativa ma di una scelta consapevole dettata dalla sensibilità e dall'eticità degli investitori.

I fattori che idealmente riducono la performance economica dei fondi sono:

- il costo: oltre alla tradizionale analisi finanziaria nasce la necessità di dover adottare politiche di screening per determinare l'eticità dei titoli nei quali si andrà a investire; tutto ciò è reso possibile dalla collaborazione dietro compenso con enti di controllo o di certificazione (advisor esterni o comitato etico);
- la redditività degli investimenti: il paniere di aziende nelle quali è possibile investire è più limitato.

Nonostante ciò l'analisi di Valdone (2003) ha dimostrato come le commissioni di gestione dei fondi etici siano addirittura inferiori rispetto a quelle dei fondi tradizionali:

"La commissione di gestione media dei fondi europei è dell'1,4%, mentre i fondi europei SR impongono mediamente una commissione annua di gestione dell'1,37%; le commissioni di entrata sono rispettivamente del 4,07% e del 3,65 % e confermano il giudizio precedente.

Alcune valutazioni riguardanti il livello dei costi di gestione evidenziano però sensibili differenze in base alle caratteristiche dei fondi. I costi dei prodotti flessibili, bilanciati e

obbligazionari si sono infatti dimostrati superiori per gli strumenti finanziari socialmente responsabili, mentre per i fondi azionari non etici si registra, per tutte le sottocategorie, un costo minore dei prodotti SR" (Massimo Regalli, Maria Gaia Soana, Giulio Tavigliani, I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari, 2011).

Fig. 11 Costi dei fondi di investimento

	Commissioni di gestione		Commissioni di entrata	
	Media fondi	Fondi etici	Media fondi	Fondi etici
Francia	1,50	1,44	3,30	2,74
Italia	1,64	1,67	3,67	3,54
Lussemburgo	1,47	1,32	3,80	4,26
Regno Unito	1,14	1,32	4,68	4,49
Europa	***1,40***	***1,37***	***4,07***	***3,65***

FONTE: *Lipper, Reuter, E.Capital Partners, 2002 in Perrini (2002) pag. 161.*

Appare evidente che nella maggior parte dei casi i fondi non "scaricano" il loro maggiore costo sugli investitori e questo può derivare da due motivi:

- specifiche politiche aziendali;

processi di selezione non troppo precisi, in alcuni casi i fondi SR sono tali solo per il nome ma di fatto applicano criteri di screening elementari, discontinui e basati su informazioni inattendibili.

In realtà

"se è vero che il processo preventivo di selezione dei titoli etici e di costruzione del portafoglio è per il gestore generalmente più oneroso rispetto ai fondi tradizionali, in termini di tempi e costi per l'acquisizione di informazioni e il completamento dell'istruttoria (generalmente affidata ad advisor specializzati) (…), tali extra-costi possono essere compensati dal fatto che i titoli in portafoglio tendono ad essere mantenuti per più tempo rispetto ai fondi normali" (Colonna, 2002, p. 25).

Un altro fattore da tenere in considerazione è il rendimento, questo non va inteso in termini assoluti ma in relazione al grado di rischio. Applicando criteri di selezione, infatti, si riduce l'universo di titoli nei quali è possibile investire. Questo fenomeno è stato dimostrato da vari studi:

scegliere di ridurre i titoli da inserire in portafoglio al sottoinsieme dei titoli di imprese che rispettano criteri di responsabilità sociale comporta una rinuncia rilevante in

termini di rendimento, causato da una riduzione della diversificazione che incrementa il rischio. Alcuni studi hanno effettivamente dimostrato che, calcolando la performance dell'investimento etico in termini di varianza, utilizzata quale tradizionale quantificatore di rischio, esiste un "sacrificio etico" (dato dalla differenza tra la varianza di un portafoglio non vincolato e la varianza di un portafoglio esclusivamente etico): esso è tanto più marcato quanto maggiore sarebbe la possibilità di diversificazione (Massimo Regalli, Maria-Gaia Soana, Giulio Tagliavini, I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari, 2010).

Vi sono però altre tipologie di studi che tendono a ritenere sopravvalutato tale sacrificio etico:

"Una migliore valutazione della rinuncia sopportata dall'investitore etico richiederebbe di confrontare le frontiere rischio-rendimento ottenibili sia con i titoli del portafoglio etico, sia con i titoli del portafoglio globale, data una struttura di covarianze e di rendimenti dei titoli medesimi. Il contributo di un titolo alla varianza del portafoglio di mercato è infatti dato principalmente dalla somma ponderata delle covarianze del titolo con gli altri titoli sul mercato: all'aumentare del numero di titoli sul mercato, il contributo della sola varianza diventa sempre più piccolo" (Massimo Regalli, Maria-Gaia Soana, Giulio Tagliavini, I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari, 2010).

Questo significa che qualora venga considerato un universo di titoli sufficientemente grande tra i quali scegliere, ci si ritrova a gestire una frontiera rischio rendimento simile a quella di un portafoglio tradizionale

"ci si può attendere, in linea teorica, che il sacrificio etico possa determinare una frontiera efficiente (cioè la curva che identifica i portafogli dominanti in termini di rischio-rendimento) più ripida, ma, in pratica, tale maggiore "costo" sarebbe destinato a decrescere fino a divenire irrisorio quando nel portafoglio è inserito un numero sufficientemente ampio d titoli etici (…). Si ritiene solitamente che siano sufficienti 30 titoli per garantire l'ottima diversificazione, quella che permette di eliminare il rischio non sistemico" (Silvana Signori, Gli investitori etici: implicazioni aziendali, 2006).

Per quanto concerne il rischio sistematico o di mercato β questo può essere limitato sia nel caso di fondi SRI che nel caso di fondi "senza vincoli" grazie alla possibilità di utilizzare prodotti finanziari relativi a più mercati relativi a settori diversi e operanti in aree geografiche differenti.
Moskowitz nel 1972 è pioniere nel sostenere che gli investimenti socialmente responsabili avrebbero realizzato performance superiori rispetto ai benchmark tradizionali (studi successivi, come quello di Burke nel 2002, hanno rafforzato tale teoria), questo in considerazione del fatto che vengono utilizzati criteri specifici per analizzare le aziende sulle quali si va a investire. Tale fenomeno da un lato porta a un incremento dei costi sostenuti ma dall'altro conduce alla raccolta di un maggior flusso di informazioni, determinando una conoscenza più profonda del soggetto finanziario e di conseguenza un abbassamento del rischio. Spesso le analisi non si limitano al mero rispetto di norme ambientali o sui dipendenti ma vanno in profondità, consentono di capire come l'azienda interagisce con gli stakeholder e il rapporto che vanta con loro, che come noto è una fonte di vantaggio competitivo, andando a considerare "i cosiddetti fattori intangibili del capitale aziendale" quali la reputazione, l'attuazione di politiche manageriali positive per la creazione della cultura etica, il capitale intellettuale etc.
"L'effetto informazione porta quindi anche un 'effetto selezione', ossia vengono scelte le migliori aziende nei diversi campi di indagine, con un abbassamento del rischio e un probabile incremento dei rendimenti" (Silvana Signori, Gli investitori etici: implicazioni aziendali, 2006).
Ovviamente affinché queste affermazioni si concretizzino in realtà le informazioni devono essere affidabili e provenienti da fonti aziendali sia interne che esterne.

3.3.3 Un esempio: Etica Srg

Andiamo ora ad analizzare in maniera più pratica questo fenomeno facendo riferimento al mercato italiano.
Etica SGR è la società di gestione del risparmio del Gruppo Banca Etica costituita nel 2000 e operativa dal febbraio del 2003, che intuisce, promuove e gestisce esclusivamente fondi comuni di investimento socialmente responsabili con lo scopo di "rappresentare i valori della finanza etica nei mercati finanziari, sensibilizzando il pubblico e gli operatori

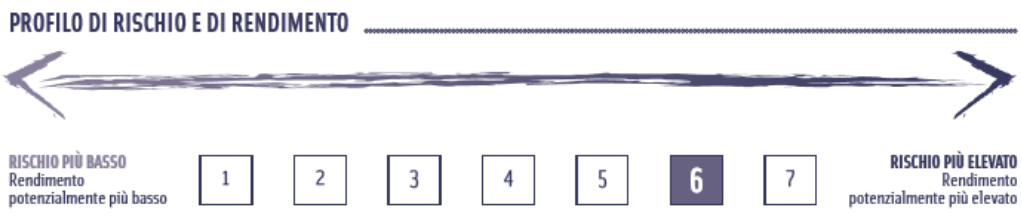
finanziari nei confronti degli investimenti socialmente responsabili e della responsabilità sociale d'impresa" (art. 4 Statuto di Etica Sgr).
Il processo di selezione delle imprese è certificato per il Sistema di Gestione della Qualità, nel rispetto dei requisiti della norma UNI EN ISO 9001:2015.

> "Il processo di analisi e selezione è studiato in modo da garantire la massima trasparenza, salvaguardare l'indipendenza degli attori coinvolti e valorizzare le competenze.
> Selezioniamo gli Universi investibili delle imprese e degli Stati attraverso un rigoroso sistema di valutazione socio-ambientale basato sull'analisi della governance, dell'impatto sociale e ambientale e del rispetto dei diritti umani. Ci affidiamo poi ad Anima Srg, una delle realtà più importanti nel panorama del risparmio gestito italiano, per le attività di gestione del portafoglio" (EticaSrg, I fondi del Sistema Valori Responsabili, 2017).

Esistono proposte di investimento varie per investitori sia privati che istituzionali.
Analizzerò tre fondi caratterizzati da un diverso grado di rischio-rendimento e accessibili a investitori privati.

- Etica azionario.

Il fondo investe principalmente in strumenti azionari e in una scala da 1 a 7 il profilo rischio-rendimento dello stesso è 6, come si può osservare dalla figura sottostante:

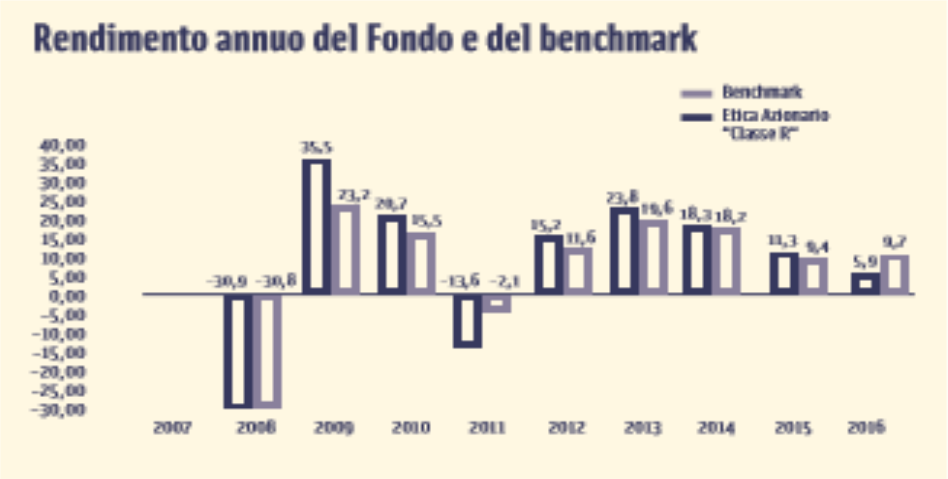


Fonte: EticaSrg.

Ovviamente il profilo di rischio-rendimento non è fisso ma potrebbe variare nel tempo.
Il benchmark di riferimento per il fondo è composto dai seguenti indici:

- 90% MSCI World Net Total Return (in euro);
- 10 BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill.

Il fondo non vuole replicare la composizione del benchmark, perciò potrebbero esserci anche strumenti finanziari non presenti negli indici o presenti in proporzioni diverse.
I risultati ottenuti nel corso degli anni in relazione al benchmark sono sintetizzati nella figura sottostante:



Fonte: EticaSrg.

Come si evince dal grafico, il rendimento del fondo, prendendo in esame l'intero arco temporale, risulta superiore a quello del benchmark, quindi gli investitori che hanno posto in essere scelte sostenibili sono stati premiati.
I rendimenti del fondo sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
-----	-30.9	35.5	20.7	-13.6	15.2	23.8	18.3	11.3	5.9

Il rendimento medio del fondo è stato, di conseguenza, del 9,58%.
I rendimenti del benchmark sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	-30.8	23.2	15.5	-2.1	11.6	19.6	18.2	9.4	9.7

Il rendimento medio del benchmark è stato dell'8,26%.

- Etica bilanciato.

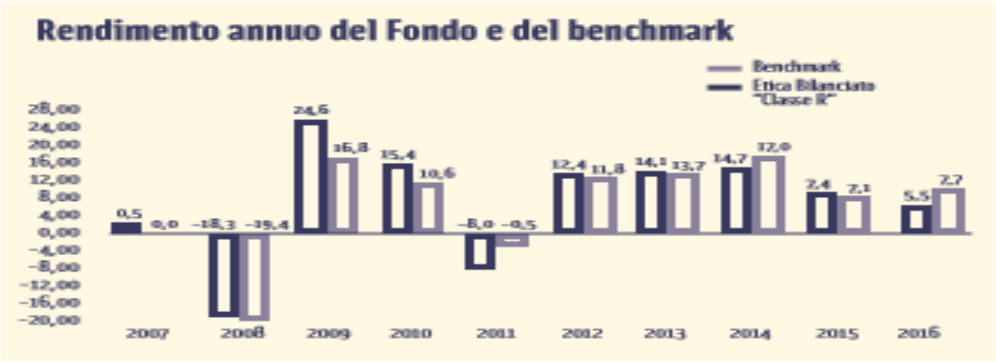
Il profilo rischio rendimento è leggermente inferiore rispetto a quello precedente, di conseguenza ci si aspetta un rendimento minore in relazione a un rischio minore.

Fonte: EticaSrg.

Il benchmark di riferimento è composto dai seguenti indici:

- 60% MSCI World Net Total Return (in euro);
- 35% JP Morgan GBI EMU;
- 5% BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill.

I risultati ottenuti in relazione al benchmark sono:



Fonte: EticaSrg.

I rendimenti del fondo sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0.5	-18.3	24.6	15.4	-8	12.4	14.1	14.7	7.4	5.5

Il rendimento medio del fondo è stato, di conseguenza, del 6.83%.

I rendimenti del benchmark sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016

0	-19.4	16.8	10.6	-0.5	11.8	13.7	17	7.1	7.7

Il rendimento medio del benchmark è stato del 6.48%.

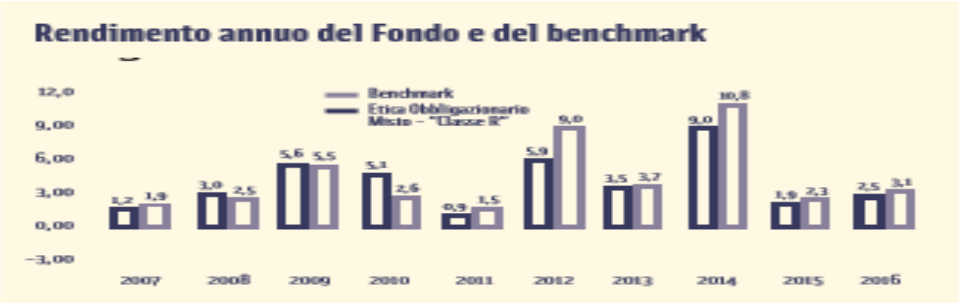
- Etica obbligazionario misto. Questo è il fondo con un il profilo di rischio minore, infatti investe principalmente in strumenti di natura obbligazionaria.

Fonte: EticaSrg.

Il benchmark di riferimento è composto dai seguenti indici:

- 65% JP Morgan GBI EMU;
- 25% BofA Merrill Lynch Euro Treasury Bill;
- 10% MSCI World Net Total Return (in euro).

I risultati ottenuti in relazione al benchmark sono:



Fonte: EticaSrg.

I rendimenti del fondo sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.2	3	5.6	5.1	0.9	5.9	3.5	9	1.9	2.5

Il rendimento medio del fondo è stato, di conseguenza, del 3.86%.

I rendimenti del benchmark sono stati:

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1.9	2.5	5.5	2.6	1.5	9	3.7	10.8	2.3	3.1

Il rendimento medio del benchmark è stato del 4.29%.

Nel caso di Etica Srg il rendimento del fondo etico 2 volte su 3 risulta superiore rispetto al benchmark.

L'aver posto in essere scelte di finanza sostenibile ha portato a risultati tendenzialmente migliori tanto per gli indici quanto per i fondi etici; tuttavia le casistiche analizzate sono state troppo limitate per trarre delle conclusioni rilevanti da un punto di vista statistico matematico.

Dai risultati emersi tuttavia possiamo trarre alcuni spunti di riflessione.

In primis come il successo o l'insuccesso di uno strumento finanziario, etico o meno, dipenda dalla bravura del gestore in quanto scegliere l'azienda migliore assegnandole il giusto peso risulta fondamentale per il conseguimento di rendimenti importanti.

Un esempio lampante di ciò è emerso dalla analisi di due indici etici: MSCI KLD 400 Social Index e FTSE4GOOD US Selected Index i quali pur investendo nel medesimo mercato, quello statunitense, e scegliendo realtà imprenditoriali sostenibili hanno conseguito risultati diversi: il primo ha ottenuto un rendimento inferiore rispetto all'indice equivalente che non applicava criteri di selezione ESG viceversa il secondo ha ottenuto un rendimento superiore del rivale.

Dall'analisi dei top costituents dei due è emersa una differenza sia a livello di aziende che li compongono sia di pesi assegnati a quelle che compaiono all'interno di entrambi; ciò mette in risalto da un lato come risultati migliori o peggiori dipendano dall'abilità dei soggetti che pongono in essere le scelte di composizione degli indici dall'altro evidenza come due realtà importanti, le quali si servono di precise metodologie di valutazione nelle scelte di CSR, possano assegnare giudizi diversi sulla medesima azienda sottolineando come il meccanismo di valutazione dell'eticità delle scelte poste in essere da una azienda sia discrezionale.

Il grande vantaggio degli strumenti di finanza sostenibile appare piuttosto quello, sostenuto anche da Moskowitz, dello studio più approfondito in merito alle realtà imprenditoriali nelle quali si andrà ad investire, ciò da un lato permette di porre in essere scelte migliori in termini di performances future e dall'altro andrà a diminuire i rischi

connessi agli investimenti, più informazioni consentono una conoscenza più approfondita della realtà imprenditoriale e potranno far emergere discrepanze e problemi possibili futuri i quali non sarebbero apparsi con uno studio meno approfondito della stessa.

3.4 Rating etico

3.4.1 Rating tradizionale modalità e difetti

Il rating è un giudizio che viene espresso da un soggetto esterno e indipendente, l'agenzia di rating, sulle capacità di una società di pagare o meno i propri debiti.
L'agenzia di rating valuta la solvibilità di un soggetto emittente obbligazioni; in altri termini attribuisce un giudizio circa la capacità dello stesso di generare le risorse necessarie a far fronte agli impegni presi nei confronti dei creditori. Tale giudizio è sottoposto a revisione periodica.
Le tre agenzie di rating più famose sono:
Standard & Poor's;
Moody's;
Fitch Rating.
Queste società sono statunitensi, ognuna dà un giudizio di solvibilità sia su grandi multinazionali che su Stati, le "tre sorelle" assieme detengono una quota di mercato tra il 90 e il 95% nell'industria dell'emissione di rating sul merito di credito. (Russo, 2011).

Fig. 11 Tabella classificazione rischio.

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione
Lungo termine	Breve termine	Lungo Termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	*"Prime"*. Massima sicurezza del capitale.
Aa1		AA+		AA+		Rating alto. Qualità più che buona
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	
Baa1		BBB+		BBB+		Rating medio-basso. Qualità medio-bassa
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento. Speculativo
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Altamente speculativo
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole
Ca		CCC				Estremamente speculativo
C		CCC-				Rischio di perdere il capitale
/		D	/	DDD	/	In perdita
/				DD		
/				D		

Il giudizio più positivo, come si evince dalla tabella, è AAA per Standard & Poor's e Fitch Ratings mentre Aaa per Moody's fino a giungere alle realtà più rischiose classificate con la lettera C (Moody's), D (Standard & Poor's e Fitch Rating). A ogni sigla corrisponde un determinato livello di rischio.

Questo modello non era mai stato messo in discussione, tuttavia dopo la crisi del 2008 sono emerse una serie di problematiche, il giudizio assegnato il 18 luglio 2008 alla Lehman Brothers era A2 (Moody's) e A (Standard & Poor's), entrambe quindi assegnavano una valutazione positiva; ma dopo neppure due mesi, ovvero lunedì 15 settembre 2008, Lehman Brothers era già praticamente fallita e riversava sull'economia globale una perdita di 630 miliardi di dollari.

Queste agenzie hanno avuto un ruolo determinante nell'evolversi della crisi economica mondiale del 2008. L'economia statunitense negli anni 2000 era caratterizzata da tassi di interesse bassi e forte espansione immobiliare, il numero di persone che chiedeva un mutuo cresceva esponenzialmente ma le banche, visti i tassi bassi, cercavano un extra-rendimento; questo avveniva grazie alla cartolarizzazione che consentiva di cedere beni e attività di bilancio anche non negoziabili (per es. mutui ipotecari) attraverso la creazione di un nuovo strumento negoziabile nei mercati finanziari.

Questo procedimento, chiamato cartolarizzazione, è così articolato: l'originator cede crediti di vario genere alla SPV (Special Purpose Vehicle), questa è una società veicolo con caratteristiche fisiche poco tangibili, priva di una struttura fisica o di dipendenti, che gestisce il processo in outsourcing e al termine del processo emette uno strumento negoziabile liberamente scambiabile.

La cartolarizzazione è una operazione "pro soluto", quindi l'originator non è obbligato a prestare garanzie in caso di insolvenza del debitore. Le banche in passato hanno abusato e approfittato di questo strumento concedendo credito anche a soggetti "poco sicuri" con ampio margine di insolvenza.

Nacquero quindi i CDO ossia strumenti che incorporano al loro interno titoli di debito di vario genere, i CDO con all'interno mutui sono detti Mortgage Backed Securities (MBS); questi pagheranno una cedola, come una qualsiasi obbligazione, legata al rischio dell'attività sottostante.

Inizialmente i MBS erano strutturati e venduti singolarmente come pacchetto costituito da più mutui ipotecari, ma successivamente il processo si complicò e questi strumenti inizialmente omogenei, in quanto costituiti solo da mutui ipotecari, vennero "riempiti" con titoli di vario genere e diverso grado di rischio. Questi MBS erano poi utilizzati come garanzia a favore di altri CDO, che a loro volta fungevano da garanzia per altri CDO e così via, creando un meccanismo pericoloso che si sosteneva su fragili fondamenta.

In un secondo momento i tassi di interesse vennero alzati e di conseguenza anche le rate dei prestiti iniziarono a essere più importanti, questo fattore unito a una fase economica negativa portò all'incapacità di pagare le rate da parte dei soggetti sui quali gravava un mutuo ipotecario. Logicamente il giudizio di rating assegnato ai CDO si sarebbe dovuto abbassare gradualmente in modo che il mercato e i tassi a essi associati si adattassero, ma ciò non avvenne. In pochi giorni i CDO passarono dall'essere obbligazioni AAA a obbligazioni senza alcun valore.

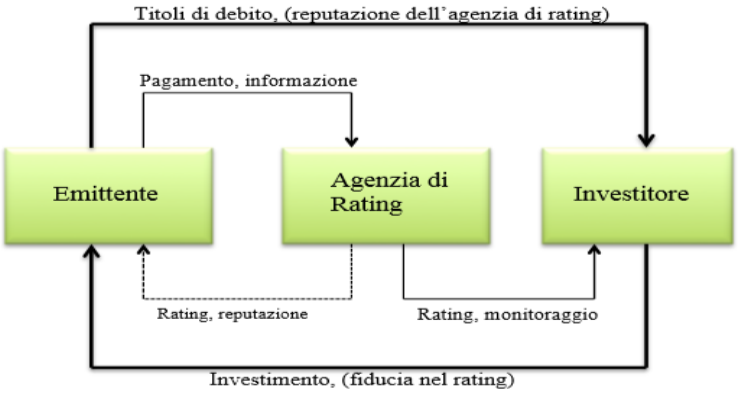
Tali errori contribuirono a trascinare l'economia globale nella crisi del 2008-2009, di conseguenza oggi si registra una mancanza di fiducia da parte delle persone rispetto a queste metodologie.

A essere presi di mira sono in primis i modelli utilizzati per l'assegnazione del giudizio di solvibilità, in quanto si basano su dati storici forniti dalle aziende stesse, quindi autoreferenziali oltre che scarsamente predittivi. In secundis possono sorgere conflitti di interesse, in quanto l'agenzia di rating, ossia il soggetto che valuta, è spesso anche

consulente dell'emittente e la richiesta di valutazione avviene dall'emittente stessa che decide di farsi valutare corrispondendo un pagamento. Le aziende quindi corrispondono un compenso per ottenere un giudizio su uno strumento finanziario o sull'impresa stessa, provocando una evidente distorsione che permette a esse di ricevere il giudizio che desiderano. Le aziende, infatti, si fanno valutare dalle agenzie che assegnano loro un giudizio più elevato causando una "corsa al rialzo".

Infine: "I modelli matematici e statistici utilizzati non sono più adeguati a fornire una corretta rappresentazione della realtà dei mercati, in continua evoluzione e caratterizzata da un significativo aumento delle variabili in gioco, che non sono più soltanto di carattere economico e finanziario, ma anche legate ai sistemi sociali, culturali e religiosi, che diventano sempre più determinanti nei comportamenti e nelle decisioni" (Pezzani, Agenzie in declino, 2011).

Fig. 12 Emittente, agenzia e investitore.



Fonte: Dittrich, F., 2007: 10

Il giudizio delle agenzie esercita una grandissima influenza in quanto sulla base di questo gli investitori privati, gli operatori istituzionali e retail prendono decisioni di investimento.

Le agenzie di rating esprimono anche giudizi di solvibilità sugli Stati, questi sono molto importanti poiché una cattiva valutazione farà schizzare i tassi di interesse qualora una nazione debba prendere a prestito danaro, il tutto andrà conseguentemente a influenzare in maniera rilevante la vita delle persone che vi abitano, come è accaduto in Europa durante la crisi del debito sovrano.

Tutte queste problematiche hanno favorito la nascita del rating etico.

3.4.2 Rating etico e bilancio sociale

Le aziende non vengono più valutate sulla base di modelli matematico-statistici bensì sulla base delle loro azioni, e quanto queste azioni siano etiche.
Il metodo di valutazione consiste nel processo di screening già visto nel secondo capitolo, come in ogni decisione "etica" vi è un margine di discrezionalità e quindi i giudizi da parte delle varie agenzie non saranno sempre univoci, al momento infatti non vi è una linea comune che tutte le agenzie devono rispettare e questo costituisce il problema principale.
Il giudizio assegnato da queste agenzie risulta molto importante sia per i gestori di piccoli fondi etici, che utilizzano le valutazioni come linea guida per decidere su quali aziende investire, sia per gli investitori privati per la medesima ragione. Un giudizio positivo dà la possibilità di attrarre un numero maggiore di investitori, ossia la fetta degli "investitori etici".
Essere considerati sostenibili significa essere un'azienda duratura nel tempo e meno rischiosa, quindi potrebbe portare a vantaggi qualora si andasse a prestito di capitale.
Questo tema sta avendo un grande riscontro anche nel mercato italiano, il 10 luglio 2017 vi è stato infatti un faccia a faccia fra 17 aziende quotate in Piazza Affari e 30 gestori internazionali SRI. Kris Douma ha sottolineato che: "in aggregato a livello mondiale i firmatari dei Principles for Responsible Investment (PRI) gestiscono oggi più di 62 mila miliardi di dollari" e "Nei prossimi trent'anni gli obiettivi di sviluppo sostenibile favoriranno la crescita globale. Bisogna fare in modo di incrementare sempre di più i fattori Esg nelle aziende" ("Il sole 24 ore", 10 luglio 2017).
L'importanza di queste tematiche è assoluta, tanto che la stessa UE ha emesso una direttiva relativa alle non financial information, alla trasmissione delle stesse e alla loro funzione nella creazione di valore, e quest'ultima è stata recepita anche in Italia.
Martedì 10 gennaio 2017 è stato pubblicato sulla "Gazzetta Ufficiale" il Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, n. 254 relativo all'attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE: "per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni".
Secondo questo decreto "gli Enti di Interesse Pubblico – società quotate nei mercati regolamentati, enti creditizi e compagnie assicurative – i quali siano un gruppo costituito

da una società madre e una o più società figlie che, complessivamente, abbiano avuto su base consolidata, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 ed il cui bilancio consolidato soddisfi almeno uno dei seguenti criteri: 1)totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro; 2)totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40.000.000 di euro sono obbligati a comunicare informazioni anche di carattere non finanziario".

La ratio di questa norma è di poter dare maggiori consapevolezze agli investitori sia privati che istituzionali; questi ultimi sono ancora più interessati a captare tali informazioni in quanto investono per conto e per interesse di altri e devono quindi soddisfare le loro richieste.

Non possiamo sapere se questo obbligo verrà esteso anche alle aziende di medie dimensioni, ma quella della sostenibilità sembra essere la via che sta scegliendo l'Europa.

A conferma dell'estrema rilevanza di questi temi va osservata la crescente importanza ricoperta dal bilancio sociale, il quale è nato come strumento utilizzato dalle aziende no profit, tuttavia con il passare del tempo ha assunto una rilevanza sempre maggiore in quanto la sostenibilità è diventata un tema centrale nella gestione aziendale e viene redatto sempre da più imprese di grandi dimensioni.

Il bilancio sociale serve a fornire informazioni non solo di tipo economico o finanziario, ma è uno strumento di rendicontazione delle responsabilità sociali e ambientali. Attraverso questo strumento si analizzano le strategie e i comportamenti posti in essere dalle aziende e se ne esaminano le conseguenze, gli obiettivi raggiunti e le ricadute benefiche sulla comunità in generale.

Le imprese sociali e le cooperative sociali, vista la loro natura, sono obbligate a redigere il bilancio sociale mentre le fondazioni bancarie devono redigere un documento più circoscritto, ossia il bilancio di missione.

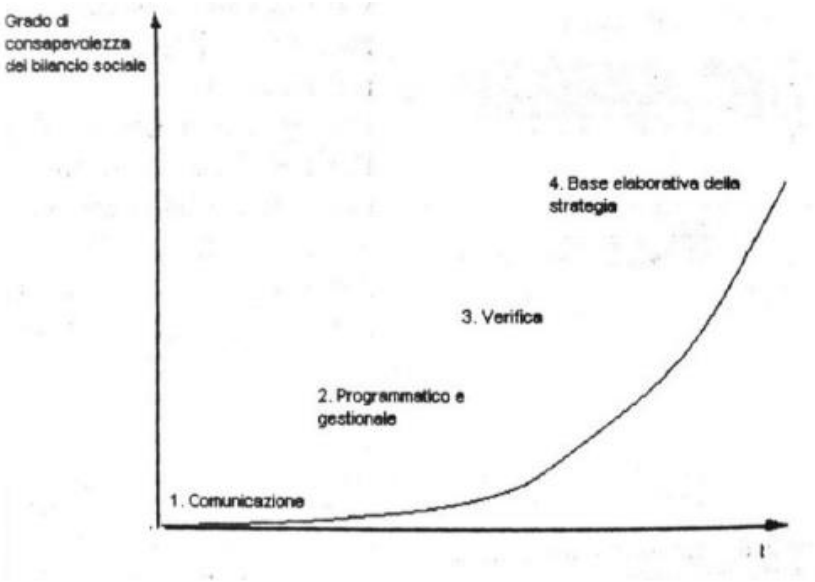
Per tutte le altre organizzazioni questo strumento non è obbligatorio ma potrebbe essere utile per misurare i risultati ottenuti ed esporli fornendo agli stakeholders un quadro complessivo delle performance aziendali dal punto di vista della sostenibilità e a dimostrare che l'azienda sta ponendo in essere una funzione programmatica e sociale, sviluppando una concezione più ampia del fare business.

Una volta redatto e analizzato, esso contribuisce a rendere la gestione più coerente ed efficace con le finalità statutarie, in quanto l'impatto reale delle azioni aziendali consente una analisi migliore degli eventuali scostamenti. Il bilancio sociale svolge quindi una

funzione di "misurazione di coerenza tra missione e gestione, come coerenza tra diritto e responsabilità, come di sistema per verificare se gli assunti sui quali l'impresa si è costituita ed è cresciuta sono rispettati nell'attività gestionale" (Viviani, Specchio Magico e l'evoluzione delle imprese,1999).

Il passo successivo si basa sull'elaborazione di una strategia non solo etica ma anche aziendale nel suo complesso. Il bilancio sociale non deve essere l'unico documento sul quale si basano le valutazioni ma va visionato assieme agli altri documenti aziendali per porre in essere una strategia.

Fig. 13 Stadi di sviluppo del bilancio sociale.



Fonte: Condosta, 4/2008.

Redigere questo tipo di documenti non è compito semplice ma occorre impegno e motivazione da parte delle imprese coinvolte:

- costanza; in quanto il bilancio sociale, come quello d'esercizio deve essere redatto con periodicità annuale;
- deve essere chiaro e pubblico in modo da agevolarne la consultazione per i soggetti interessati;
- il processo di rendicontazione deve essere partecipato, i dati da reperire sono più complessi dei dati meramente economico-finanziari, e presuppongono un'interazione continua con gli stakeholders in modo da non diventare autoreferenziali;

- le informazioni da reperire devono essere sia di tipo monetario che non monetario;
- dai dati risultanti dal bilancio il lettore deve riuscire a valutare l'azienda in relazione ad altre aziende che operano nel medesimo mercato; inoltre devono essere predisposti dei valori che fungano da benchmark;
- uno strumento di comunicazione simile deve essere redatto utilizzando il massimo rigore possibile e non per fini "autocelebrativi".

Questo sistema "green" di fare azienda si è sviluppato nel corso del tempo, così come si sono sviluppate le leggi in materia. Anche per quanto concerne il rating etico vi è stato un processo di crescita e i processi di assegnazione dei giudizi hanno subito una evoluzione e un forte miglioramento nel corso degli anni.

Possiamo individuare quattro macro categorie che indicano i metodi utilizzati e la conseguente evoluzione nel processo di assegnazione di giudizio di rating etico:

- prima generazione: evitare emittenti non etici (negative screening);
- seconda generazione: cercare emittenti che guardano anche a obiettivi sociali (positive screenng);
- terza generazione: guardare sia a temi etici sia di profittabilità degli investimenti, benchmarking con le "best practices";
- quarta generazione: controllo continuo della gestione aziendale da parte di una agenzia indipendente che attesti lo standard etico dell'impresa.

Esistono varie agenzie di rating etico:

- Vigeo: "Vigeo Eiris è una primaria agenzia di rating sociale ed ambientale europea. Nata in Francia come Vigeo SA nel 2002, ha assunto in breve tempo posizione di leadership, acquisendo agenzie di rating extra finanziarie locali nei diversi paesi europei. Grazie all'esperienza maturata nel campo della responsabilità sociale, Vigeo Eiris vanta più di 300 clienti internazionali fra investitori istituzionali, gestori finanziari, fondazioni bancarie, ONG e imprese. Il gruppo può contare su 180 analisti qualificati e specializzati per settore, situati nelle diverse filiali internazionali (Parigi, Bruxelles, Milano, Casablanca, Londra, Santiago del Cile). Dispone di un ampio database proprietario, che raccoglie i rating sociali e ambientali di emittenti appartenenti alle diverse asset class (equity e fixed income), e di una gamma completa di servizi e prodotti che permettono agli investitori approcci socialmente responsabili nei processi di investimento. Sul

fronte delle imprese, Vigeo Eiris assiste aziende di tutti i settori e autorità locali con assessment e piani di integrazione ESG, per aiutarli a valutare e implementare le proprie politiche di responsabilità sociale. Emette Second Party Opinion conformi ai Green Bond Principles, per attestare la credibilità e la trasparenza nell'utilizzo dei proventi dell'emissione obbligazionaria, con lo scopo di promuovere i progetti che generano i maggiori benefici ambientali e sociali e dimostrare l'impegno della società nel campo della sostenibilità. Vigeo Eiris è presente nei principali paesi del mondo, sia tramite uffici (Francia, Belgio, Italia, Marocco, Gran Bretagna, Svezia, Cile, Stati Uniti e Canada) sia tramite partnership con operatori locali (Australia, Brasile, Germania, Israele, Messico e Spagna)" (Vigeo Eiris).

- Axia: "Axia Financial Research è una società di analisi finanziaria indipendente costruita secondo il modello della boutique e ispirata alle investment bank Usa degli anni '30.

  Investe principalmente nell'etica, nel capitale umano dei propri partner e senior consultant (human skills) e nel proprio network di relazioni. Oltre all'analisi equity e macro Axia opera nella gestione del rischio finanziario (FRM), del Corporate Financial Advisory (CFA) e dell'International Investment Advisor (IIA)" (Axia).
- ECPI: "Dal 1997 ECPI fornisce strumenti di consulenza ESG (Environmental, Social, Governance) e finanziaria caratterizzati da tre fattori principali:

1. investimento tematico: investimenti mirati – liquidi e real asset – in tematiche aventi un impatto di lungo periodo sui mercati globali;
2. sostenibilità: analisi ambientale, sociale e di governance (ESG) come componente essenziale e distintiva per controllare e ridurre il tail risk dei portafogli;
3. efficienza: prodotti e strumenti di investimento trasparenti, cost-effective e finanziariamente solidi, quali gli indici e le strategie basate su essi.

ECPI trae le proprie origini dal mondo degli investimenti sostenibili, entrando in questo mercato già alla fine degli anni '90 con il lancio della prima serie di indici europei sostenibili e con la creazione di una sofisticata piattaforma di ricerca focalizzata sulle tematiche ambientali, sociali e di governance.

Oggi ECPI propone una gamma di servizi completa rivolta a tutte le asset class, dall'ampio paniere di indici (smart e investable) all'efficiente piattaforma di ricerca. Rimangono immutati i valori alla base della sua filosofia di business:

- indipendenza;
- affidabilità;
- trasparenza.

ECPI si avvale di una rete di analisti di ricerca in Italia, Cina, Giappone e Polonia. Il suo obiettivo primario è di aiutare gli investitori istituzionali e i clienti privati a raggiungere i loro obiettivi di investimento, fornendo una consulenza proattiva e indipendente basata sul proprio modello di ricerca proprietario" (ECPI).

4 Il caso Standard Ethics e le performance delle aziende sostenibili

4.1 Introduzione

Una delle agenzie di rating etico più importanti è Standard Ethics e la trattazione più pratica del presente elaborato verterà proprio sulla base dei giudizi di rating assegnati da questa.

Standard Ethics (SE) è un'agenzia di rating indipendente sulla sostenibilità, con sede a Londra, che analizza e valuta società e Stati in relazione alle tematiche ESG. La Standard Ethics è nata nel 2003 da uno spin off della holding di diritto italiano AEI S.p.A., attiva nel settore degli investimenti responsabili dal 2001.

Questa società ha assunto una rilevanza sempre maggiore nel corso degli anni, "con un approccio al rating etico completamente diverso dalla maggior parte delle agenzie di sostenibilità presenti in Italia ed Europa" (Filippo Tomasi, Angeloantonino Russo, Il rating etico: un'analisi empirica del Modello Standard Ethics, 2012).

Vi sono almeno quattro caratteristiche che differenziano SE dai competitors:

- i principi guida per le valutazioni d'azienda: Standard Ethics non definisce una propria idea di etica ma individua alcuni enti sovraordinati che sono ritenuti gli unici a poter indicare questo tipo di concetti.

  La primaria definizione di etica da seguire proviene dall'ONU; a questa si aggiungono in materia di diritti dei lavoratori, sviluppo economico e diritto alla concorrenza i concetti dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO), l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo (OCSE) e l'Unione Europea (UE). In materie specifiche si innestano di volta in volta a completamento le giurisprudenze e gli organi di controllo dei singoli paesi.

  Standard Ethics sostanzialmente rinuncia a dare una propria definizione di etica, come invece fanno molti fondi o indici etici dato che, come sottolineato più volte, il concetto di responsabilità sociale non è univoco ed è altamente influenzato dall'esperienza del soggetto valutatore che, in quanto essere umano, viene condizionato dalle proprie personali esperienze e potrebbe avere idee differenti dagli investitori.

  "A questo proposito si ricorda come il mondo dell'etica e della responsabilità sociale non sia caratterizzato da una definizione univoca, ma da uno svariato

numero di interpretazioni che permettono differenti strade applicative. Sono dunque le opinioni dei singoli promotori di strumenti finanziari etici, o dei loro consulenti, a guidare i criteri di inclusione/esclusione degli investimenti, e queste opinioni possono anche essere molto diverse tra loro. Il rischio, radicato all'origine nella Teoria degli stakeholder, è quello di arrivare a definire tante etiche di comodo differenti, che possono portare a individuare investimenti quantomeno discutibili sotto il profilo della sostenibilità" (Ibidem);

- il pieno rispetto del principio di indipendenza: Standard Ethics non fornisce consulenza alle imprese oggetto di valutazione, come accade per la maggior parte delle agenzie di rating sia tradizionali che etiche.

  L'indipendenza è garantita evitando di fornire consulenze alle aziende sotto rating nei tre anni successivi all'emissione, viceversa SE non emette rating alle imprese alle quali ha fornito servizi di consulenza nei tre anni precedenti;
- l'emissione di rating di sostenibilità a livello statale: Standard Ethics emette giudizi di rating anche sugli Stati; acquistare titoli di debito di un determinato Stato equivale a finanziarlo nello stesso modo in cui vengono finanziate le società private. Anche in questo caso si deve valutare se la struttura statale è conforme ai principi stabiliti dalle organizzazioni internazionali.

  "Con l'adesione al Global Compact delle Nazioni Unite nel 2002, Standard Ethics effettua e finanzia autonomamente una costante emissione di rating non sollecitati agli Stati aderenti all'OCSE (dal 2004 anche ad Argentina, Brasile, Bulgaria, Cina, Egitto, India, Romania, Russia e Sud Africa), per misurare il livello di compliance raggiunto dai maggiori paesi nel mondo" (Ibidem).
- l'assenza di valutazioni pregiudiziali sugli emittenti: accadeva, più frequentemente nel passato ma anche in tempi moderni, che i giudizi di sostenibilità delle imprese si basassero su criteri di inclusione/esclusione.

  "Standard Ethics nel 2003 ha abbandonato questo approccio, per abbracciare l'utilizzo del rating come strumento di valutazione articolato e sfumato, in grado di proporzionare l'investimento rispetto alla qualità dell'emittente, partendo da un livello minimo pari a zero (sospensione), fino ad arrivare, tramite diversi livelli successivi, a un giudizio di massima eticità. È così stata superata la dicotomia pregiudiziale promosso/bocciato, per arrivare a definire delle soglie di

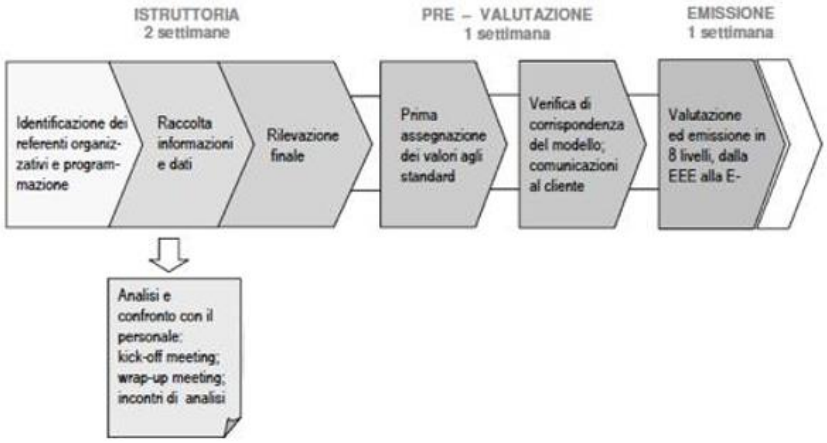
investimento massimo consentite all'agenzia e alle sue controllate, legate ai rating etici degli emittenti" (Ibidem).

In una intervista Jacopo Schettini Gherardini, direttore dal 2004 dell'agenzia Standard Ethics, ha descritto il processo attraverso il quale si assegna un giudizio di rating agli enti economici:

"Si tratta di un processo che si compone di tre fasi. La prima, detta fase di istruttoria, dura circa due settimane. Dopo una nostra pianificazione interna del lavoro da svolgere, in questa fase raccogliamo le informazioni dalle fonti pubbliche, mentre lo step successivo, ovvero l'eventuale momento di ulteriore indagine, è condotto solo laddove crediamo che una mancanza di dati non sia dolosa, ma frutto di scarsa organizzazione, oppure derivi dal fatto che l'azienda ha dato meno importanza nel produrre una documentazione che è invece fondamentale per la nostra analisi di sostenibilità. Inoltre, non vengono elaborati dei questionari, al contrario di altre agenzie che si occupano di CSR, ma il contatto con il management aziendale è sempre molto diretto.

Vi è poi una fase di pre-valutazione di una settimana, in cui iniziamo a verificare la corrispondenza delle politiche aziendali con gli standard internazionali che guidano il nostro concetto di responsabilità sociale. In questa fase interagiamo con l'azienda, poiché non abbiamo nessun problema a indicare la piega che sta prendendo la nostra valutazione. Spesso le imprese sono in grado di recepire la nostra comunicazione in corso d'opera anche molto velocemente, e questo può essere utile per applicare dei correttivi. Infine, vi è la fase di emissione in cui, in circa una settimana, si conduce la valutazione vera e propria, si assegna e si pubblica il rating. Nel caso delle aziende appartenenti al MIB 40 il rating è non sollecitato e quindi pubblico, in virtù della nostra adesione al Global Compat delle Nazioni Unite, mentre nel caso delle aziende del segmento Star è diverso, poiché l'azienda stessa è la richiedente e quindi spetta a lei darne o meno pubblicità" (Ibidem).

Fig. 14 Fasi di elaborazione del giudizio di Standard Ethics.



Fonte: sito web Standard Ethics.

Al termine del processo descritto sopra viene emessa una valutazione, che si articola in 9 livelli: EEE; EEE-; EE+; EE; EE-; E+; E; E-; sospeso.
"EEE" rappresenta un'azienda perfetta dal punto di vista della sostenibilità, "EE" rappresenta un'azienda media, mentre "E" un'azienda sotto la media. Qualora invece una società o una nazione si discostino troppo dai principi stabiliti dalle Nazioni Unite non riceveranno giudizio e verranno "sospese".
Possiamo definire le aziende che appartengono alle categorie "EEE", "EEE- ", "EE+", "EE", "EE" come etiche mentre quelle che appartengono alle categorie "E+", "E", "E- " "sospeso" come non etiche.

4.2 Aspetti metodologici

4.2.1 Obiettivi della ricerca e composizione del campione

Obiettivo di questo capitolo è analizzare le performances delle imprese etiche rispetto a quelle non etiche al fine di capire se i risultati economico finanziari delle prime risultano, nella pratica, migliori delle seconde.
Come già specificato precedentemente al fine di porre in essere una distinzione oggettiva tra aziende etiche e non mi avvarrò dei giudizi espressi da Standard Ethics.
Il giudizio sulla sostenibilità o meno di una azienda da parte dell'agenzia potrebbe essere diverso da quella di un'altra società di rating etico in quanto, come già detto, il processo di valutazione presenta un ampio margine di discrezionalità.

Al fine di avere un numero sufficiente di osservazioni, il campione è definito dalle aziende che nel corso degli ultimi dieci anni hanno ricevuto una valutazione da parte di Standard Ethics per almeno sette anni.

Standard Ethics valuta le aziende che compongono, di anno in anno, il FTSE MIB 40 per quanto riguarda il mercato italiano. "FTSE MIB è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani. Questo indice, che coglie circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna, è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata nei diversi settori ICB in Italia. L'Indice FTSE MIB misura la performance di 40 titoli italiani e ha l'intento di riprodurre le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano. L'Indice è ricavato dall'universo di trading di titoli sul mercato azionario principale di Borsa Italiana (BIt). Ciascun titolo viene analizzato per dimensione e liquidità e l'Indice fornisce complessivamente una corretta rappresentazione per settori. L'Indice FTSE MIB è ponderato in base alla capitalizzazione di mercato dopo aver corretto i componenti in base al flottante" (www.borsaitaliana.it).

Sono escluse le aziende appartenenti al settore bancario, in quanto possiedono una rendicontazione completamente diversa dalle imprese non finanziarie e le imprese aventi sede legale all'estero.

Sono stati scelti i giudizi espressi da Standard Ethics in primis per l'affidabilità e l'esperienza dell'agenzia e secondariamente per le quattro caratteristiche, espresse precedentemente, che la distinguono dai competitors.

Fig. 15 Aziende prese in considerazione.

Azienda	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
A2A			EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-
ATLANTIA	E-	E-	E-	E	E	E	E	E	E	E	E
AUTOGRILL	E	E	E	E	E	E	E	E	E		
BUZZI UNICEM	E	E	E	E	E	E	E		E	E+	E
CAMPARI				EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	E+	E+
ENEL	EE	EE	EE	EE	EE	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+
ENI	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-	EEE-
FINMECCANICA	EE-	EE-	EE-	PENDING	PENDING	PENDING	PENDING	EE-	EE-	EE-	
LOTTOMATICA (GTECH(	PENDING	PENDING	PENDING	E-	E-	E-	E-	E-			
LUXOTTICA GROUP	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	E+	E+
MEDIASET	E-	E-	E-	E	E-	E-	E-	E-	E-	E-	E-
PRYSMIAN	PENDING	PENDING	PENDING	E+	E+	EE-	EE	EE	EE	EE	EE
SAIPEM	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE+	EE	EE	EE-	EE-
SNAM RETE GAS	EE	EE	EE	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-
TELECOM ITALIA	E	E	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	EE-	PENDING	E+

TERNA	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E	E

Fonte: Elaborazione personale basata su dati forniti da Standard Ethics.

4.2.2 Descrizione degli indici utilizzati

La ricerca considera i seguenti indici relativi ai bilanci consolidati delle società prese in esame:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Patrimonio netto}} * 100$$

Questo indice mostra la redditività aziendale rispetto al capitale investito dai soci, quindi quanto utile è stato prodotto per gli azionisti a fronte del loro investimento.
L'indicatore prende in esame l'intera gestione aziendale, caratteristica e non. "L'indicatore può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Il ROE non è solo determinato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale" (www.borsaitaliana.it).
"Il ROE indica il rendimento del capitale investito dai soci o dall'imprenditore. Rappresenta l'interesse maturato, per effetto della gestione, sui mezzi propri investiti in azienda. Per essere più precisi il PN dovrebbe essere calcolato come media tra il valore iniziale e quello finale.
In caso di perdita, il ROE è negativo, il che significa che lo squilibrio economico è così grave da erodere i mezzi propri" (Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, La valutazione d'Azienda gli indicatori della crisi, 2011).
ROI:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Patrimonio netto} + \text{obbligazioni} + \text{banche} + \text{altri finanziatori} + \text{soci per finanziamenti}} * 100$$

Il ROI misura la redditività della gestione caratteristica; "Il ROI è un indicatore di redditività ed efficienza degli investimenti, rispetto all'operatività caratteristica. Questo indicatore permette di valutare l'effetto della sola gestione caratteristica, senza considerare la gestione finanziaria, le poste straordinarie e la pressione fiscale" (AA.VV., Piano industriale e crisi d'impresa, 2012).
Tale indice evidenza la bravura di una realtà imprenditoriale nel far fruttare sia il capitale dei soci che quello dei terzi finanziatori.
ROA:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Risultato operativo}}{\text{Totale attività}} * 100$$

Il ROA rappresenta un indicatore di redditività degli investimenti, ma a differenza del ROI allarga l'indagine a tutto l'attivo patrimoniale permettendo di misurare la redditività del capitale complessivo dell'azienda. Questo indicatore è fortemente influenzato dal settore di appartenenza dell'impresa.
Questo indice indica il livello di efficienza nell'utilizzo delle risorse a disposizione dell'impresa per produrre utile.
Indice di liquidità:

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Attivo circolante} - \text{totale rimanenze}}{\text{Debiti a breve}}$$

L'indice di liquidità mostra la capacità dell'azienda di fare fronte alle spese a breve termine. Quando è pari a 1 significa che tutte le passività a breve sono coperte dall'attivo circolante al netto del magazzino (Acid Test).
"L'indice verifica se l'ammontare delle attività che ritorneranno in forma liquida entro un anno è superiore ai debiti che diventeranno esigibili nello stesso periodo di tempo" (Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, La valutazione d'Azienda gli indicatori della crisi, 2011).
Indice di indebitamento (D/E ratio):

$$\text{Indice di indebitamento} = \frac{\text{Banche entro e oltre l'esercizio} + \text{altri finanziamenti entro e oltre l'esercizio}}{\text{Patrimonio netto}}$$

L'indice mette a rapporto il debito complessivo e il patrimonio netto: tanto maggiore sarà questo valore tanto maggiore sarà l'indebitamento in proporzione al capitale proprio dell'azienda e di conseguenza il rischio d'impresa.

"Tale rapporto indica il grado di equilibrio tra mezzi di terzi e mezzi propri. Molto utilizzato, soprattutto dalle banche, come monitoraggio del rischio finanziario dell'impresa. Tuttavia, questo rapporto non è una misura assoluta del debito di una società, ma fornisce esclusivamente una valutazione del rapporto che intercorre tra le risorse finanziarie esterne e quelle interne definito anche come grado di capitalizzazione di un'impresa" (Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, La valutazione d'Azienda gli indicatori della crisi, 2011).

Debito / Ebitda:

$$\text{Debito/EBITDA} = \frac{\text{Banche entro e oltre l'esercizio} + \text{altri finanziamenti entro e oltre l'esercizio}}{\text{Risultato operativo} + \text{ammortamenti e svalutazioni}}$$

Dove EBITDA è l'acronimo inglese di Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation, un indicatore che consente di capire se l'attività imprenditoriale è in grado di produrre profitti dalla gestione ordinaria.

Maggiore è il rapporto minore è la capacità dell'impresa di ripagare il debito contratto verso il sistema grazie alla gestione ordinaria, e di conseguenza maggiore sarà il rischio associato all'impresa.

Grado di copertura degli interessi passivi:

$$\text{Grado di copertura degli interessi passivi} = \frac{\text{Risultato operativo} + \text{ammortamenti e svalutazioni}}{\text{Oneri finanziari}}$$

Maggiore è il rapporto maggiore è la capacità dell'azienda di far fronte agli oneri finanziari, ossia al costo del debito. Tutto ciò riduce il rischio di default dell'impresa e il rischio di credito dei suoi creditori.

Price/book value:

$$\text{Price}/_{\text{Book Value}} = \frac{\text{Prezzo} * \text{numero di azioni}}{\text{Capitale sociale} + \text{riserve} + \text{utili non distribuiti}} = \frac{\text{Prezzo} * \text{numero di azioni}}{\text{Patrimonio netto}} = \frac{\text{Valore di mercato}}{\text{Valore di libro}}$$

L'indice consente di confrontare il valore di mercato di un'azienda con quello espresso dal bilancio societario. Se il rapporto è inferiore a 1 allora il mercato valuta l'azienda meno rispetto ai valori di bilancio, e gli investitori saranno disposti a pagare meno del valore dell'azienda.
Un rapporto superiore a 1 è giustificato dal fatto che il valore dell'azienda non dipende unicamente dall'insieme dei beni che possiede e che sono iscritti a bilancio, ma anche da una serie di elementi (conoscenze tecniche e del mercato, esperienza del personale, relazioni consolidate con clienti e fornitori…) che non compare in bilancio, ma di cui il prezzo delle azioni tiene conto. Occorre considerare anche che il valore dell'avviamento e degli elementi di più difficile valutazione.

I valori degli indici di bilancio con riferimento a ciascuna azienda sono stati ricavati dal database AIDA.

4.2.3 Modalità operative

Le aziende del campione sono state divise in etiche (con valutazione "EE-", "EE", "EE+", "EEE-", "EEE") e non etiche (con valutazione "E+", "E", "E-", "Sospeso").
Successivamente per ogni indicatore è stata effettuata una analisi univariata volta a verificare se il valore medio ottenuto per le imprese etiche sia significativamente differente da quello ottenuto dalle imprese non etiche.
In particolare attraverso il t-test,un test statistico che consente di verificare se lo scostamento tra le medie sia frutto della casualità oppure sia statisticamente significativo. Il test è stato effettuato a due code, considerando un livello di significatività pari a 0,05;

solo qualora il risultato fornito dal test (p-value) sia inferiore a 0,05 lo scostamento si ritiene significativo ed è possibile affermare che i due campioni (imprese etiche vs imprese non etiche) abbiano effettivamente performance diverse.

L'analisi viene svolta a due livelli:

- in prima battuta si considerano i risultati ottenuti dalle aziende nell'intero arco temporale ossia il periodo che va dal 2007 al 2016;
- successivamente l'analisi si focalizza sui risultati del singolo anno.

4.3 Risultati dell'analisi

Di seguito sono elencati i risultati dell'analisi:

Analisi periodo 2007-2016

Indicatore	**Media Etiche**	**Media Non Etiche**	**Risultato Test**
ROE	10,45%	9,17%	0,489
ROI	**12,11%**	**8,07%**	**0,0010**
ROA	6,95%	5,94%	0,1239
Indice di liquidità	1,76	1,61	0,75433
Debito/Equity Ratio	**0,36**	**0,70**	**8,97E-05**
Debito/Ebitda	**1,10**	**1,65**	**0,0032**
Grado di copertura degli interessi passivi	7,91	6,48	0,1375
Price/book value	2,08	1,75	0,1178

Fonte: elaborazione personale basata su procedure statistiche dei risultati forniti da AIDA.

NB I valori in grassetto evidenziano gli indicatori che sulla base del t- test sono significativamente diversi tra etiche e non etiche

Il medesimo processo viene poi eseguito per ogni anno.

Analisi degli indicatori anno 2013:

Indicatore	**Media etiche**	**Media non etiche**	**Risultato Test**
ROI 2013	**9,84**	**4,69**	**0,050**

Fonte: elaborazione personale basata su procedure statistiche dei risultati forniti da AIDA.

Analisi degli indicatori anno 2012:

Indicatore	**Media etiche**	**Media non etiche**	**Risultato Test**
ROI 2012	**13,33**	**3,89**	**0,01**
ROA 2012	**8,26**	**3,29**	**0,01**

Fonte: elaborazione personale basata su procedure statistiche dei risultati forniti da AIDA.

Analisi degli indicatori anno 2011:

Indicatore	**Media etiche**	**Media non etiche**	**Risultato Test**
ROI 2011	**15,57**	**3,69**	**0,037**
ROA 2011	**8,33**	**3,60**	**0,04**
D/EQUITY RATIO 2011	**0,282857**	**0,748889**	**0,04**

Fonte: elaborazione personale basata su procedure statistiche dei risultati forniti da AIDA.

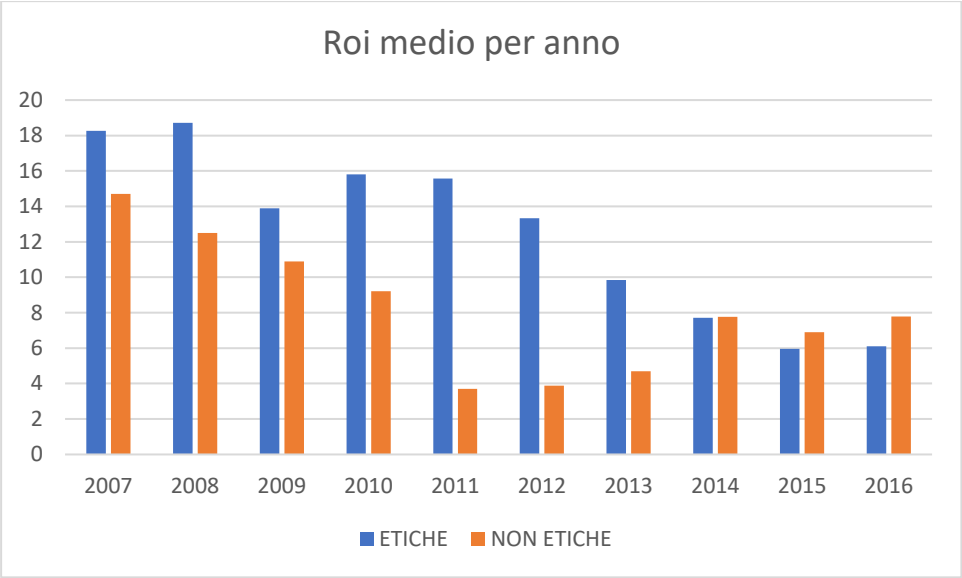
L'analisi riferita al singolo anno non ha fatto emergere molte differenze significative tra le imprese etiche e non etiche, probabilmente in virtù della limitatezza del campione, si è data evidenza unicamente agli anni e agli indici nei quali è emerso uno scostamento significativo sulla base dei risultati del T-test.

Dall'analisi dei dati relativi al periodo 2007-2016 emerge come la media di tutti gli indicatori con riferimento alle imprese etiche sia superiore rispetto a quella delle aziende non etiche. Si rilevano scostamenti significativi in relazione a 3 indicatori ossia:

- ROI;
- Rapporto debito/equity;
- Rapporto debito/EBITDA.

4.3.1 Scostamento significativo in termini di ROI

Il **ROI** indica la redditività della gestione caratteristica. Come già appurato nei capitoli precedenti, attuare investimenti in sostenibilità può essere funzionale per abbattere sia i costi della gestione caratteristica che per incrementare i flussi di cassa; per esempio installando un impianto fotovoltaico, a fronte di un investimento iniziale, si sosterranno costi inferiori in futuro riducendo l'inquinamento ambientale.
Il fatto di avere un ROI superiore dimostra come le imprese sostenibili attuino progetti di investimento relativi alla gestione caratteristica migliori dei competitor non sostenibili sfatando definitivamente il mito che porre in essere scelte etiche debba essere correlato ad una perdita di efficienza nella gestione aziendale.
Un incremento in termini di Return On Investment permette all'impresa di crescere nel tempo aumentando progressivamente gli investimenti grazie a flussi di cassa superiori a parità di risultato della gestione finanziaria, accessoria e straordinaria.
I grafici che seguono evidenziano l'andamento degli indicatori nel corso del tempo:



Fonte: elaborazione personale

Come si evince dal grafico, il ROI delle imprese etiche risulta significativamente superiore a quello delle imprese non etiche dal 2007 al 2013. L'anno 2014 si chiude sostanzialmente con un risultato "di pareggio", mentre nel biennio 2015-2016 l'indice risulta leggermente a favore delle imprese non etiche. Si rilevano scostamenti significativi attraverso il T-test negli anni 2011-2012-2013, mentre il risultato in favore delle imprese non sostenibili relativo all'ultimo biennio non risulta significativo.
Si osserva come il periodo più performante in termini di return of investment in favore delle imprese sostenibili sia quello che va dal 2010 al 2013, ossia il periodo immediatamente successivo alla crisi.
Le possibili spiegazioni in tal senso possono essere le seguenti:

- Le aziende non sostenibili si sono concentrate sui risultati di breve termine a scapito di quelli a medio- lungo termine (shortermismo). Nell'articolo "A need to reconnect" pubblicato nel 2009 all'interno del Financial Time Jeffrey Sonnenfeld, professore presso la Yale School of Management, afferma che "Immediate shareholder value maximisation, by itself, was always too short-term in nature" "It created a fleeting illusion of value creation by emphasising immediate goals over long-term strategies". Lo studioso evidenzia come la strategia imprenditoriale nel periodo pre-crisi, soprattutto nel mercato americano, si concentrasse eccessivamente sui risultati a breve sacrificando quelli a medio –

lungo termine e identifica questo fattore come co-responsabile della stessa. Il focalizzarsi sui risultati a breve nei periodi di recessione economica porta al crollo della redditività a causa di fattori macroeconomici sfavorevoli, in contrapposizione una visione oculata e orientata al lungo periodo riuscirà ad assorbire in maniera migliore gli effetti della crisi;

- Una evoluzione nel pensiero del consumatore medio che decide di premiare le aziende etiche sostenendole in quanto prende coscienza che queste non hanno realizzato enormi profitti a scapito di comunità e ambiente ma al contrario generano risorse che poi verranno redistribuite all'intera comunità.

4.3.2 Scostamento significativo in termini di rapporto D/E

Il **rapporto Debito/Equity** dà indicazioni in merito al livello di indebitamento dell'impresa.
Quando si va a studiare questo rapporto si devono tenere in considerazione due importanti fattori:

1. La presenza di debito incrementa il rischio per gli azionisti;
2. Entro livelli fisiologici, l'aumento di debito definisce maggiori benefici fiscali.

1. Aumento del rischio per gli azionisti

Tanto più una azienda è indebitata tanto maggiore sarà il livello di rischio per gli azionisti in quanto gli oneri finanziari vengono remunerati prima del capitale proprio.
La seconda proposizione di Modigliani e Miller afferma che "il rendimento del capitale azionario è correlato positivamente alla leva finanziaria poiché il rischio per gli azionisti aumenta all'aumentare dell'indebitamento."
In presenza di debito la remunerazione sarà:

$$R_E = R_O + {}^{D}/_{E} * (R_O - R_D)$$

Dove R_O misura il business risk ossia il rischio che deriva dalla natura dell'attività caratteristica mentre $(R_O - R_D) * D/E$ rappresenta il rischio finanziario ossia quello legato all'indebitamento.
La teoria di M&M poggia su assunzioni irrealistiche tra le quali la mancanza di imposte.

La relazione di cui sopra però rimane valida anche in un mercato dove esistono le imposte e diventa:

$$R_E = R_O + {}^{D}/_{E} * (1 - T_C) * (R_O - R_D)$$

2. Beneficio fiscale

Il debito viene remunerato con gli oneri finanziari; in presenza di imposte lo scudo fiscale sulla quota di interessi incrementa i flussi in favore degli azionisti e il valore complessivo dell'azienda in quanto le queste hanno la possibilità di dedurre dal reddito operativo il costo del debito.

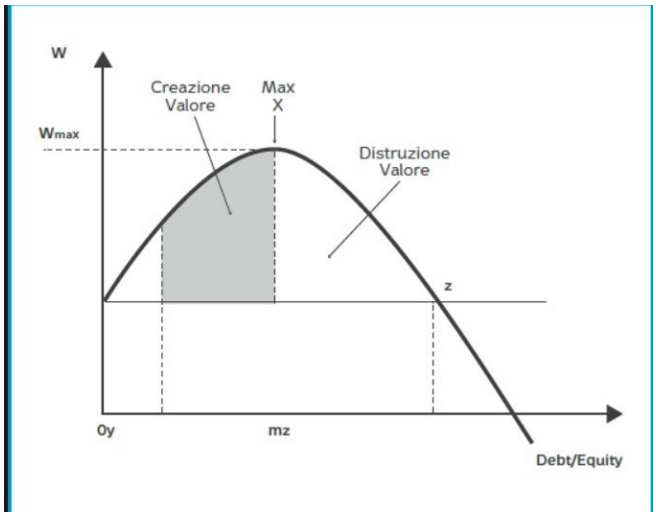
"In quasi tutti i paesi il sistema tributario prevede la deducibilità fiscale degli interessi pagati sul debito, a differenza dei flussi di cassa nei confronti degli azionisti che non godono di tale agevolazione (essendo corrisposti sulla base dei flussi al netto delle tasse). Tale aspetto rappresenta il principale vantaggio a del debito quale forma di finanziamento rispetto all'equity." (Alfredo Grasselli, La guida del Sole 24 Ore alla finanza d'impresa, 2011).

Sulla base delle indicazioni emerse le imprese dovrebbero avere un livello di indebitamento tendente al 100% per sfruttare al massimo il beneficio fiscale, in realtà il debito porta con se i "costi del dissesto", il dissesto si ha ogni volta che il valore totale dell'attivo è inferiore al valore del debito.

I costi del dissesto si dividono in:

- Diretti: costi legali, costi di perizie, costi amministrativi etc;
- Indiretti: pregiudicata capacità di continuare l'attività, condizioni di finanziamento peggiori, perdita di credibilità e soprattutto comportamenti opportunistici degli azionisti a scapito degli obbligazionisti.

Nel momento in cui andiamo a scegliere la strategia finanziaria migliore dobbiamo tenere in considerazione anche questi costi, esiste quindi un trade – off tra beneficio dell'indebitamento e costi del dissesto.

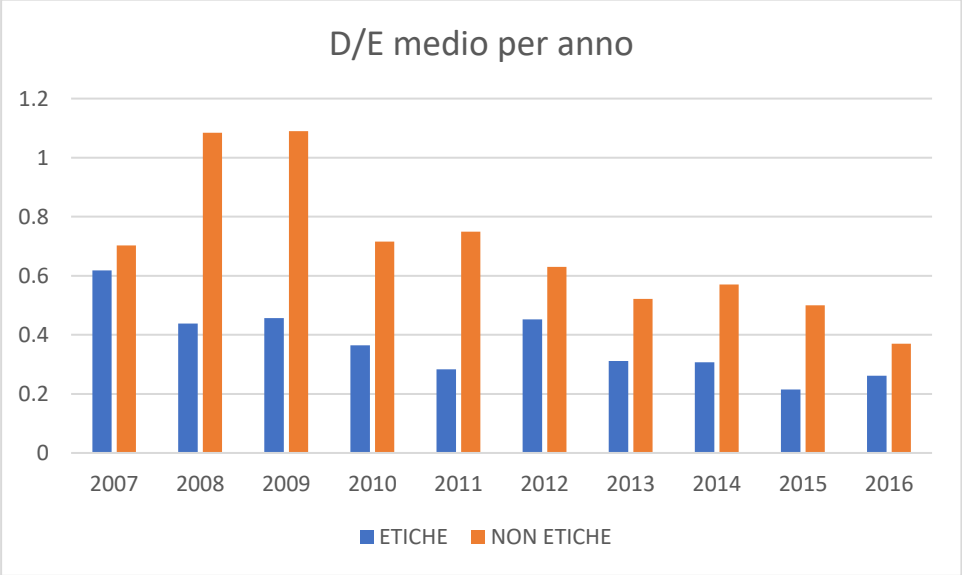


Come si nota dall' immagine, il valore complessivo dell'impresa sale inizialmente all'aumentare del rapporto D/E, salvo poi, una volta raggiunto il livello ottimale, iniziare a decrescere a causa dei costi del dissesto.

Il livello di indebitamento migliore è difficile da trovare e idealmente le aziende dovrebbero indebitarsi fino a quando il beneficio fiscale è maggiore del valore attuale dei costi del dissesto.

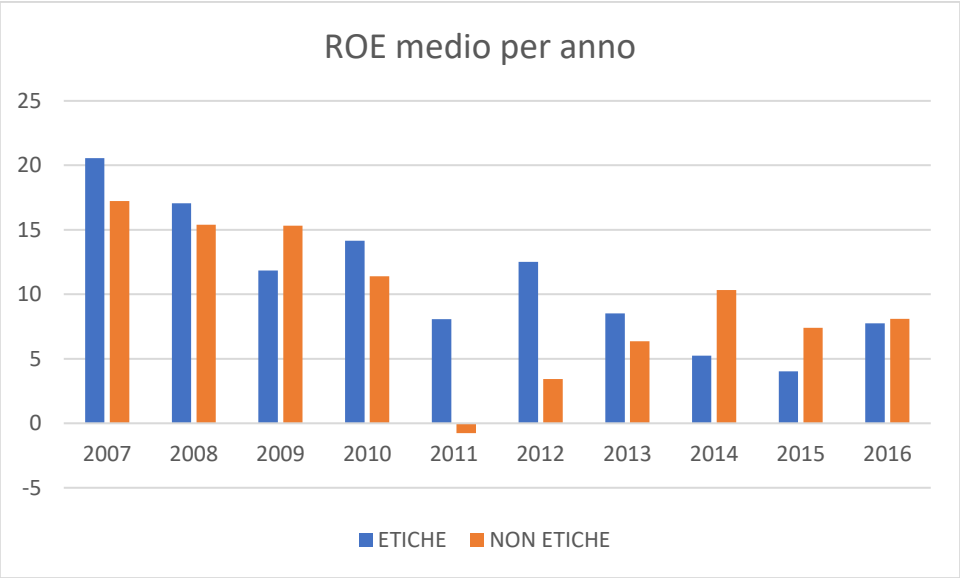
Lo scopo dell'analisi è quello di appurare se c'è differenza tra i 2 gruppi di imprese in merito all'andamento di D/E e alla redditività del capitale proprio investito.

L'indicatore che mostra il rendimento ottenuto dagli azionisti è il ROE, per questo di seguito l'analisi considera simultaneamente l'andamento del livello di indebitamento e quello del ROE.



Fonte: elaborazione personale.

Il rapporto medio D/E nelle aziende non sostenibili risulta ogni anno superiore a quello delle aziende sostenibili. Considerando come livello di significatività 0,05 si rileva uno scostamento significativo quando l'analisi è effettuata sull'intero periodo, mentre non sono apprezzabili differenze tra i due campioni nei singoli anni presi in considerazione.



Fonte: elaborazione personale.

Come è possibile vedere, il ROE medio delle aziende sostenibili risulta in linea con quello delle aziende non sostenibili, a eccezione di alcuni periodi. Considerando l'intero campione e i singoli anni tuttavia non sono emersi scostamenti significativi.

Perché risulti conveniente a un investitore sostenere una impresa più indebitata e di conseguenza più rischiosa, il ROE di questa dovrebbe essere superiore rispetto alla rivale meno esposta. Le aziende non etiche pur avendo un rapporto D/E maggiore, mediamente non presentano benefici in termini di redditività del capitale proprio investito.

4.3.3 Scostamento significativo in termini di rapporto D/Ebitda

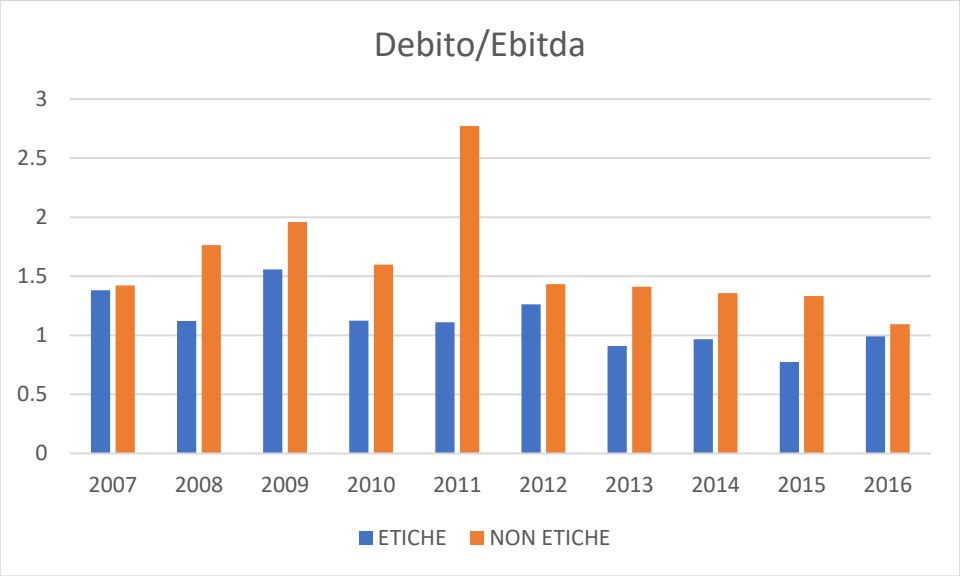
Il rapporto debito/EBITDA è significativamente minore nelle aziende etiche, principalmente a causa di due fattori, ossia:

- minore livello di debito;

- maggiore EBITDA, indicatore che ci consente di capire se l'impresa sia in grado di trarre profitto dalla gestione caratteristica.

Questo scostamento appare in linea con gli altri risultati trovati in quanto l'analisi del ROI aveva già evidenziato che le imprese sostenibili hanno risultati relativi alla gestione caratteristica nettamente superiori rispetto a quelle non sostenibili. Allo stesso modo si può affermare che tendenzialmente il livello di indebitamento delle aziende etiche sia minore

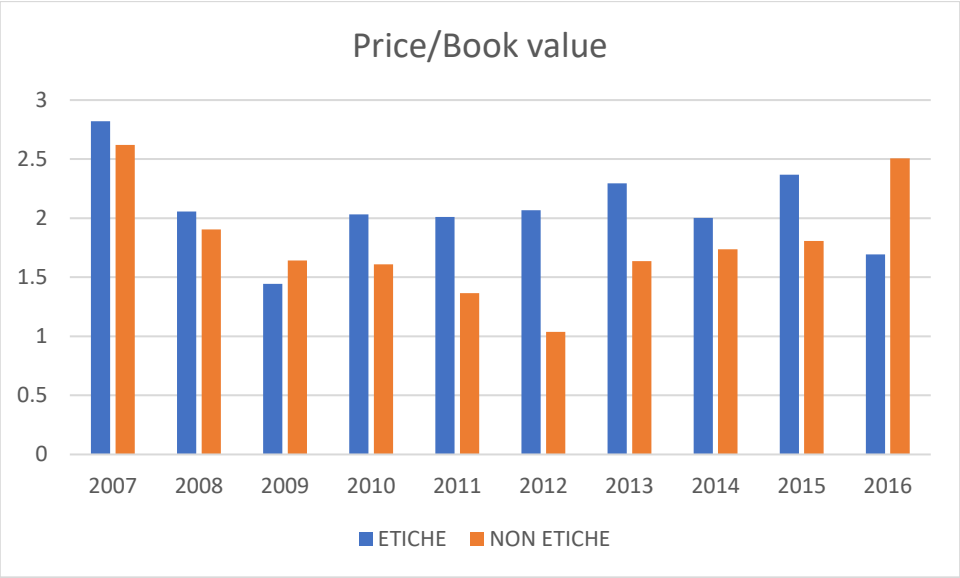
Ciò dimostra come l'imprenditore attento alla sostenibilità nel corso del tempo riesca a creare e a dare vita a un'azienda più redditizia nel suo settore "core" oltre che più stabile e meno rischiosa in ogni periodo economico, sia esso espansivo che recessivo.



Fonte: elaborazione personale.

4.3.4 Analisi del rapporto Price/Book value

L'indicatore utilizzato per capire come il mercato valuta una azienda è il Price/Book Value. Maggiore è il rapporto maggiore è la valutazione data dal mercato all'azienda, in quanto il valore attribuito alla stessa dagli investitori supera il valore contabile degli asset.



Fonte: elaborazione personale.

Dalle analisi risulta che le aziende etiche hanno migliorato le performance dal 2010 al 2014, ossia negli anni immediatamente successivi alla crisi, probabilmente in relazione a una migliore e più redditizia gestione dell'attività caratteristica oltre che a un livello di indebitamento minore che porta con sé un rischio più basso, che si tramuta a sua volta in risultati positivi nei periodi di recessione.

Appare comunque evidente come considerando l'intero arco temporale le imprese sostenibili si siano dimostrate più solide e meno rischiose.

Possiamo quindi sostenere che porre in essere scelte etiche ed effettuare investimenti in sostenibilità a 360 gradi a livello imprenditoriale risulti economicamente conveniente.

L'analisi non rileva scostamenti significativi in termini di Price/Book Value, ossia in termini di valutazione delle aziende data dal mercato, tuttavia lo studio degli indicatori dimostra come le aziende sostenibili in termini di rapporto rischio/rendimento e flussi di cassa derivanti dalla gestione caratteristica battano le concorrenti dalla gestione non sostenibile; è possibile ipotizzare dunque che questo valore con il passare degli anni salirà, giustificando quindi la crescita di indici e fondi di investimento sostenibili i quali non vogliono solamente essere la scelta dell'investitore eticamente responsabile ma puntano a ottenere risultati migliori dei competitors.

Database utilizzato per le analisi

Firm	Year	ROE	ROA	ROI	Indice di liquidità	D/E ratio	D/Ebitda	Grado di copertura degli interessi passivi	Price/book value	Etiche	Rating
A2A	2016	7,31	4,11	6,04	1,29	0,17	1,11	5,97	1,074	1	EE-
A2A	2015	-1,72	2,04	2,83	1,17	0,18	0,8	6,11	1,018	1	EE-
A2A	2014	-0,56	3,48	4,96	1,47	0,29	1,07	5,26	0,828	1	EE-
A2A	2013	2,2	2,32	3,29	1,39	0,2	1,07	3,98	0,6	1	EE-
A2A	2012	7,21	4,17	5,7	1,25	0,32	2	4,15	0,453	1	EE-
A2A	2011	-25,07	2,64	3,66	1,31	0,25	2,64	2,96	0,828	1	EE-
A2A	2010	4	4,01	5,46	1,29	0,14	2,06	2,4	0,786	1	EE-
A2A	2009	2,3	4,97	6,5	1,31	0,22	2,54	3,44	0,823	1	EE-
ATLANTIA	2016	11,49	6,57	9,16	1,43	0,54	1,45	3,87	n.d	0	E
ATLANTIA	2015	8,83	4,45	6,46	1,41	0,53	1,92	2,52	2,174	0	E
ATLANTIA	2014	8,29	4,03	5,53	1,3	0,63	2,49	2,19	1,784	0	E
ATLANTIA	2013	14,07	3,93	5,6	1,83	0,85	2,65	2,06	1,35	0	E
ATLANTIA	2012	19,11	5,42	8,33	1,21	0,79	1,89	2,43	n.d	0	E
ATLANTIA	2011	17,48	4,58	7,02	1,04	0,78	1,88	2,27	n.d	0	E
ATLANTIA	2010	14,61	8,34	9,94	1,59	0,94	2,44	2,86	n.d	0	E
ATLANTIA	2009	16,86	9,14	10,99	1,29	1,02	2,58	3,05	n.d	0	E-
ATLANTIA	2008	9,77	9,17	11,02	1,14	0,95	2,3	3,29	n.d	0	E-
ATLANTIA	2007	17,41	7,64	9,21	1,41	0,9	2,57	2,61	n.d	0	E-
AUTOGRILL	2015	7,48	6,26	10,43	0,51	0,63	1,01	10,93	3,268	0	E
AUTOGRILL	2014	22,15	5,08	8,49	0,52	0,99	1,54	7,18	3,252	0	E
AUTOGRILL	2013	12,88	4	6,66	0,59	1,13	1,61	6,19	5,27	0	E
AUTOGRILL	2012	17,24	6,41	9,91	0,39	1,58	2,29	6,47	2,195	0	E
AUTOGRILL	2011	16,2	7,56	11,66	0,53	1,8	2,36	7,34	2,852	0	E
AUTOGRILL	2010	9,11	6,33	10,05	0,39	1,97	2,34	7,82	3,357	0	E
AUTOGRILL	2009	26,33	5,97	9,3	0,45	3,14	3,05	5,74	2,788	0	E
AUTOGRILL	2008	27,57	7,61	11,2	0,49	3,72	3,53	4,65	3,961	0	E
AUTOGRILL	2007	28,9	10,68	17,22	0,64	1,57	1,85	7,48	5,636	0	E
BUZZI UNICEM	2016	5,3	5,95	8,54	2,62	0,14	0,72	5,27	1,021	0	E
BUZZI UNICEM	2015	4,96	4,65	6,52	1,11	0,18	0,99	3,92	0,873	0	E
BUZZI UNICEM	2013	-1,22	2,13	2,95	1,84	0,17	0,86	3,46	0,82	0	E
BUZZI UNICEM	2012	0,08	3,34	4,42	1,61	0,24	1,3	2,99	0,542	0	E
BUZZI UNICEM	2011	1,9	3,09	3,99	1,51	0,31	1,97	3,33	0,477	0	E
BUZZI UNICEM	2010	-1,47	-0,13	-0,17	1,61	0,27	1,87	2,64	0,565	0	E
BUZZI UNICEM	2009	6,3	4,5	5,93	1,48	0,32	1,69	3,35	0,612	0	E

BUZZI UNICEM	2008	17,35	11,45	15,79	1,72	0,31	0,91	6,16	0,839	0	E
BUZZI UNICEM	2007	21,29	14,81	20,93	1,87	0,23	0,57	6,11	1,436	0	E+
CAMPARI	2016	8,75	7,49	9,66	1,38	0,32	1,57	3,95	5,246	0	E+
CAMPARI	2015	10,08	7,22	8,65	1,47	0,02	0,11	5,66	4,461	1	EE-
CAMPARI	2014	8,2	7,49	9,27	1,22	0,05	0,23	5,05	4,207	1	EE-
CAMPARI	2013	10,77	8,67	10,47	1,7	0,14	0,6	5,04	5,038	1	EE-
CAMPARI	2012	10,97	8,89	10,82	1,65	0,12	0,53	6,17	4,679	1	EE-
CAMPARI	2011	11,69	10,16	12,11	1,36	0,13	0,55	6,65	4,384	1	EE-
CAMPARI	2010	12,51	10,28	12,39	1,57	0,07	0,3	7,18	3,93	1	EE-
ENEL	2016	1,51	1,65	2,35	1,02	0,41	1,35	3,89	n.d	1	EE+
ENEL	2015	9,05	6,25	8,93	1,11	0,34	1,03	4,06	n.d	1	EE+
ENEL	2014	3,9	4,1	5,87	1,16	0,42	1,39	3,89	0,699	1	EE+
ENEL	2013	9,67	6,55	9,22	1,17	0,47	1,5	4,88	0,505	1	EE+
ENEL	2012	10,59	6,53	9,04	1,17	0,59	1,84	3,8	0,474	1	EE
ENEL	2011	14,41	6,54	9,64	0,99	0,71	2	3,26	0,648	1	EE
ENEL	2010	21,92	6,87	10,38	0,98	1,41	2,77	3,53	0,676	1	EE
ENEL	2009	16,83	5,6	8,28	0,86	1,4	3,5	4,98	0,855	1	EE
ENEL	2008	15,31	9,81	15,65	1,13	0,31	0,79	7,98	1,39	1	EE
ENEL	2007	21,28	10,97	16,8	1,01	0,28	0,71	8,34	1,937	1	EE
ENI	2016	-2,74	0,48	0,75	1,35	0,14	0,75	5,64	0,904	1	EEE-
ENI	2015	-17,29	-1,7	-2,84	1,11	0,17	0,76	5,01	1,029	1	EEE-
ENI	2014	1,35	5,35	8,85	1,43	0,13	0,41	14,19	0,968	1	EEE-
ENI	2013	8,1	6,35	10,38	1,44	0,08	0,24	13,29	1,029	1	EEE-
ENI	2012	13,79	10,86	17,97	1,31	0,08	0,17	14,11	0,972	1	EEE-
ENI	2011	11,62	11,52	18,02	1,05	0,2	0,51	24,3	0,909	1	EE+
ENI	2010	11,82	11,53	18,23	0,95	0,19	0,45	28,15	1,06	1	EE+
ENI	2009	9,36	9,65	14,8	1,01	0,22	0,58	20,58	1,066	1	EE+
ENI	2008	17,29	15,11	24,25	0,97	0,27	0,52	15	1,468	1	EE+
ENI	2007	22,12	17,56	27,67	1,04	0,29	0,53	33,13	2,107	1	EE+
FINMECCANICA	2016	11,59	2,57	6,88	0,57	0,17	0,52	3,14	1,435	1	EE-
FINMECCANICA	2015	12,25	2,13	5,88	0,54	0,18	0,59	2,92	1,423	1	EE-
FINMECCANICA	2014	0,52	1,89	5,41	0,55	0,29	0,88	3,01	1,023	1	EE-
FINMECCANICA	2013	2,01	-1,63	-5,41	0,54	0,2	2,22	0,72	0,743	0	SOSP

FINMECCANICA	2012	-21,23	-2,75	-9	0,55	0,32	1,11	2,21	0,552	0	SOSP
FINMECCANICA	2011	-50,09	-8,24	-25,99	0,57	0,25	10,54	1,5	0,784	0	SOSP
FINMECCANICA	2010	7,85	3,96	10,11	0,59	0,14	0,48	3,51	0,779	0	SOSP
FINMECCANICA	2009	10,96	4,57	11,17	0,61	0,22	0,68	1,6	0,935	1	EE-
FINMECCANICA	2008	10,13	4,04	10,22	0,57	0,43	1,43	1,46	1,468	1	EE-
FINMECCANICA	2007	9,59	4,51	13,13	0,61	0,2	0,59	2,04	1,664	1	EE-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2014	3,67	8,28	11,03	0,57	0,34	0,86	3,67	1,296	0	E-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2013	7,88	7,81	10,04	1,07	0,14	0,36	5,77	1,354	0	E-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2012	10,04	8,01	10,32	1,04	0,17	0,44	6,22	0,966	0	E-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2011	7,89	7,74	9,75	0,79	0,34	0,91	5,46	0,787	0	E-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2010	1,88	5,33	6,74	0,71	0,46	1,4	3,33	0,849	0	E-
LOTTOMATICA (G-TECH)	2009	5,73	5,93	7,63	1,13	0,71	1,78	4,57	1,156	0	SOSP
LOTTOMATICA (G-TECH)	2008	7,92	5,55	7,55	1,07	1,19	2,73	4,64	1,748	0	SOSP
LOTTOMATICA (G-TECH)	2007	6,11	6,75	8,94	1,04	0,85	2,17	3,43	2,404	0	SOSP
LUXOTTICA	2016	14,73	13,09	17,22	1	0,07	0,23	25,25	4,194	0	E+
LUXOTTICA	2015	14,71	14,18	18,73	1,14	0,03	0,1	16,93	4,968	1	EE-
LUXOTTICA	2014	12,91	11,97	15,5	1,11	0,16	0,52	14,25	3,867	1	EE-
LUXOTTICA	2013	12,97	13,05	16,88	0,98	0,09	0,28	13,14	4,184	1	EE-
LUXOTTICA	2012	13,36	11,7	15,26	1	0,18	0,54	9,86	3,115	1	EE-
LUXOTTICA	2011	12,25	9,17	11,88	1,46	0,48	1,59	9,48	2,596	1	EE-
LUXOTTICA	2010	12,04	8,73	11,25	1,24	0,58	1,91	9,47	2,826	1	EE-
LUXOTTICA	2009	10,75	7,73	9,97	1,14	0,93	3,11	7,85	2,306	1	EE-
LUXOTTICA	2008	15,39	9,76	12,38	0,95	1,2	3,12	7,5	3,065	1	EE-
LUXOTTICA	2007	19,6	11,36	14,53	0,66	1,22	2,9	11,62	4,577	1	EE-
MEDIASET	2016	-8,93	-2,9	-4,68	1,03	0,23	0,49	19,73	1,632	0	E-
MEDIASET	2015	3,29	3,08	5,01	1,38	0,1	0,24	22,1	1,419	0	E-
MEDIASET	2014	2,23	3,11	5,16	1,65	0,12	0,32	15,35	1,172	0	E-
MEDIASET	2013	0,67	3,49	4,75	1,1	0,23	0,6	8,75	0,947	0	E-
MEDIASET	2012	-7,39	-3,08	-4,41	0,9	0,48	1,29	19,5	0,651	0	E-
MEDIASET	2011	7,78	6,65	9,52	1,13	0,44	0,9	18,52	1,085	0	E-
MEDIASET	2010	10,04	10,53	14,34	0,89	0,39	0,76	9,12	1,674	0	E-
MEDIASET	2009	10,33	8,81	12,83	0,72	0,56	0,94	10,7	1,763	0	E-
MEDIASET	2008	17,82	14,62	20,98	0,85	0,48	0,71	7,48	1,957	0	E-

MEDIASET	2007	20,8	16,43	24,06	0,87	0,43	0,66	26,1	2,868	0	E-
PRYSMIAN	2016	15,64	5,63	13,29	13,29	0,14	0,43	8,09	2,636	1	EE
PRYSMIAN	2015	15,03	5,46	12,79	12,79	0,3	0,86	4,9	2,777	1	EE
PRYSMIAN	2014	9,72	3,76	9,07	9,07	0,63	1,87	3,78	2,943	1	EE
PRYSMIAN	2013	12,89	6,58	15,17	15,17	0,72	1,55	4,24	2,994	1	EE
PRYSMIAN	2012	14,75	6,08	12,13	12,13	1,25	2,61	4,2	2,323	1	EE-
PRYSMIAN	2011	-13,13	4,39	8,4	8,4	1,41	3,11	4,24	2,459	0	E+
PRYSMIAN	2010	18,77	8,15	14,04	14,04	1,22	2,41	1,25	3,092	0	E+
PRYSMIAN	2009	36,1	12,68	21,6	21,6	1,56	2,38	6,72	2,582	0	SOSP
SAIPEM	2015	-22,15	-2,76	-10,63	0,61	0,19	1,34	1,69	1,221	1	EE+
SAIPEM	2014	-5,64	0,31	0,98	0,67	0,33	1,15	3,22	1,52	1	EE+
SAIPEM	2013	-2,84	0,86	2,83	0,64	0,08	0,46	3,91	2,053	1	EE+
SAIPEM	2012	17,08	8,48	24,29	0,73	0,07	0,19	15,62	2,686	1	EE+
SAIPEM	2011	20,16	9,36	26,01	0,76	0,17	0,39	11,52	2,798	1	EE+
SAIPEM	2010	21,09	8,51	26,44	0,77	0,15	0,35	26,51	3,136	1	EE+
SAIPEM	2009	21,44	8,17	26,74	0,72	0,2	0,46	9,06	2,137	1	EE+
SAIPEM	2008	32,09	7,62	26,22	0,67	0,41	0,84	5,95	3,093	1	EE
SAIPEM	2007	36,95	7,34	13,4	0,75	1,71	3,55	8,35	4,639	1	EE-
SNAM	2016	13,25	6,42	7,35	0,39	0,54	1,79	3,06	2,421	1	EE-
SNAM	2015	16,31	7,96	9,26	0,43	0,52	1,39	6,78	2,047	1	EE-
SNAM	2014	16,69	8,07	9,51	0,59	0,46	1,18	6,21	1,963	1	EE-
SNAM	2013	14,47	8,55	10,51	0,65	0,71	1,58	5,45	1,965	1	EE-
SNAM	2012	12,4	9,37	11,5	1,15	1,01	2,22	3,42	1,834	1	EE-
SNAM	2011	11,43	8,92	27,68	0,43	0,04	0,1	7,52	1,916	1	EE-
SNAM	2010	15,78	9,1	26,46	0,27	0,01	0,03	8,23	1,81	1	EE-
SNAM	2009	11,27	6,57	19,73	0,26	0,01	0,04	7,71	1,98	1	EE-
SNAM	2008	12,14	8,67	23,62	0,31	0,01	0,03	5,45	1,863	1	EE-
SNAM	2007	13,81	9,03	24,01	0,29	0,01	0,01	6,28	2,009	1	EE-
TELECOM ITALIA	2016	8,35	5,06	6,34	0,97	0,49	1,41	3,83	0,515	0	E
TELECOM ITALIA	2015	3,08	3,49	4,53	0,72	0,62	1,83	2,83	0,682	0	E
TELECOM ITALIA	2014	9,03	6,09	7,6	0,91	0,5	1,21	3,93	0,533	0	E
TELECOM ITALIA	2013	-1,17	3,8	4,76	0,86	0,55	1,14	4,27	0,412	0	E

TELECOM ITALIA	2012	-5,53	2,3	2,82	1,05	0,55	1,05	5,39	0,446	0	E
TELECOM ITALIA	2011	-15,98	-0,89	-1,09	1,09	0,51	1,07	5,24	0,466	0	E
TELECOM ITALIA	2010	10,92	6,43	7,76	0,96	0,36	0,99	3,81	0,421	0	E
TELECOM ITALIA	2009	5,87	6,4	7,85	0,91	0,5	1,18	4,91	0,497	0	E
TELECOM ITALIA	2008	8,22	5,69	7,06	0,85	0,47	1,09	3,94	0,718	0	E
TELECOM ITALIA	2007	9,07	6,32	7,88	0,92	0,43	0,94	4,67	1,075	0	E
TERNA	2016	17,07	6,68	8,22	0,71	0,8	1,79	8,52	2,43	0	E
TERNA	2015	16,84	6,81	8,43	0,94	0,94	2,01	7,84	2,42	0	E
TERNA	2014	16,67	7,14	8,83	1,18	0,84	1,72	7,8	2,39	0	E
TERNA	2013	15,8	6,54	8,24	1,77	0,9	1,86	6,58	2,198	0	E
TERNA	2012	15,11	6,71	8,74	1,35	0,91	2,1	6,58	1,905	0	E
TERNA	2011	21,01	7,57	10,01	0,9	0,9	2,21	9,04	2,018	0	E
TERNA	2010	30,82	7,44	10,03	0,98	0,69	1,7	6,57	2,146	0	E
TERNA	2009	14,96	7,54	10,98	1,28	0,91	2,08	4,74	2,087	0	E
TERNA	2008	19,04	8,97	13,9	1,02	0,47	1,08	6,39	2,206	0	E
TERNA	2007	17,13	9,84	14,72	0,93	0,51	1,2	7,05	2,298	0	E

Conclusione

La sostenibilità ambientale, sociale e di corporate governance è un tema che nel corso del nuovo millennio ha subito un notevole sviluppo soprattutto nel periodo successivo alla crisi economico – finanziaria del 2008. Nonostante non vi sia un orientamento predominante sul tema e sia difficile calcolare in maniera puntuale i benefici che una politica CSR può portare ad un'azienda, il numero di imprese che la adotta e il numero di fondi di investimento che utilizzano criteri di selezione ESG sono aumentati negli ultimi anni. Questo aumento identifica un cambiamento nel comportamento sia degli investitori che del management, non più orientati al mero profitto ma alla ricerca di un duplice obiettivo: il guadagno da un lato e il perseguimento di obiettivi di natura ambientale, sociale e di corporate governance dall'altro. Per raggiungere questo duplice scopo è necessario integrare la tradizionale attività economica con delle politiche orientate a salvaguardare l'ambiente, la comunità e tutti gli stakeholder.

L'obiettivo della tesi è quello di analizzare le performance delle aziende sostenibili confrontandole con quelle delle imprese non sostenibili, al fine di capire quale sia la modalità di gestione più efficiente.

Il problema maggiore emerso nel corso dell'analisi deriva dalla mancanza di criteri univoci di valutazione delle scelte aziendali in materia di sostenibilità, agenzie di rating etico diverse possono valutare in maniera differente la stessa azienda.

Il medesimo problema si pone nelle scelte di inclusione o esclusione di un titolo da un indice o fondo etico.

Non esistono criteri oggettivi e universalmente riconosciuti che ci consentano di stabilire quando una azienda sia etica o non etica.

Per classificare in maniera oggettiva l'universo di imprese analizzate ho utilizzato i giudizi espressi da Standard Ethics, in quanto questa agenzia di rating non stabilisce una propria idea di etica ma individua enti sovraordinati che sono ritenuti gli unici a poter identificare questo tipo di concetti.

Ho analizzato, per l'universo di imprese considerato, i seguenti indicatori: ROE, ROI, ROA, indice di liquidità, D/E ratio, Debito / Ebitda, grado di copertura degli interessi passivi e price / book value.

Ho ricavato per ciascuno degli indicatori una media riferita alle aziende sostenibili e una media riferita alle aziende non sostenibili, successivamente è stata effettuata una analisi

univariata volta a verificare se il valore medio ottenuto per le imprese etiche sia significativamente differente da quello ottenuto dalle imprese non etiche utilizzando il T test di Student.

L'analisi in un primo momento prendeva in esame la totalità dei risultati (riferiti all'intero decennio) mentre successivamente lo studio si è focalizzato singolarmente su ogni anno.

A livello complessivo sono emersi 3 scostamenti significativi in "favore" delle aziende etiche ossia: ROI, D/E ratio e D/Ebitda mentre a livello di singolo anno gli scostamenti significativi si riferiscono al periodo 2011-2013 e riguardano principalmente il ROI. Non emergono differenze significative in favore delle aziende non sostenibili né considerando i risultati nel loro complesso né considerandoli per singolo anno.

L'analisi a livello di singolo anno non ha portato a risultati rilevanti probabilmente per la scarsa numerosità del campione e la limitatezza dell'universo di imprese considerabili, a livello complessivo sono emerse al contrario significative differenze per ben 3 indicatori.

Il ROI dimostra come la redditività della gestione caratteristica sia migliore nelle imprese etiche rispetto che nelle imprese non etiche: porre in essere politiche sostenibili permette di produrre flussi di cassa superiori e di conseguenza di mettere in pratica un numero superiore di investimenti.

Il rapporto D/E esprime il livello di indebitamento dell'impresa, ad un maggiore livello di quest'ultimo è associato un maggiore grado di rischio. Le imprese etiche sono quindi meno rischiose rispetto a quelle non etiche.

Analizzando questo indice congiuntamente al ROE emerge che, a fronte di un maggiore rischio legato all'indebitamento le aziende non sostenibili mediamente non presentano benefici in termini di redditività del capitale proprio.

Lo scostamento significativo in termini di rapporto D / Ebitda appare conseguenza logica in virtù delle significative differenze emerse in termini di ROI e di D/E analizzate precedentemente.

Questi risultati appaiono in linea con le considerazioni fatte nel secondo capitolo nel quale si affermava come la messa in atto di strategie sostenibili andasse ad influenzare positivamente il valore dell'azienda grazie a maggiori flussi di cassa, minor grado di rischio e una prospettiva di vita più lunga.

Anche se al momento il mercato non premia queste realtà, come dimostrato da un rapporto Price/Book value simile, la sostenibilità appare la modalità di fare impresa del futuro.

Bibliografia

Magatti, M. (a cura di), (2011), *Verso nuovi modelli di business*, Mondadori

Barnard, C. (1938), *The functions of the Executive*, Harvard University Press

Clark, J.M. (1926), *Social control of business*, The University of Chicago Press

Bowen, H (1940), *Social Responsabilities of the businessman*, University of Iowa Pr, Reprint edizione (30 dicembre 2013)

Arrigo, E. (2008), *Reponsabilità aziendale e performance economico – sociale*, G. Giappichelli Editore

Golinelli, G. M. (2012), L'approccio sistematico (ASV) al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale, CEDAM, pp. 69-89, 163-176

Bagnoli, L. (2010), *Responsabilità sociale e modelli di misurazione*, FrancoAngeli, Milano

Campadelli, B. (a cura di) (2005), *Reporting aziendale e sostenibilità: i nuovi orizzonti del bilancio sociale*, FrancoAngeli, Milano, pp. 100-112

COM (2001) 366, Commissione delle Comunità europee, *Libro Verde, Promuovere un quadro Europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, 18 luglio 2001

Dal Maso, D., Fiorentini, G. (a cura di) (2013), *Creare valore a lungo termine*, Egea

Dittrich, F. (2007), *The credit rating industry: Competition and Regulation*, Lulu.com

Forum per la Finanza Sostenibile, *Cos'è l'investimento socialmente responsabile?*, disponibile sul sito www.finanzasostenibile.it

Forum per la Finanza Sostenibile, *La Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile*, disponibile su www.finanzasostenibile.it

Freeman, E. (1984), *Strategic management: A stakeholder approach*, Boston Pitman

Friedman, M. (1962), *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Press

Friedman, M. (1970), *The Social Responsibility of Business is to increase its Profits*, The New York Times Magazine

Sciarelli, S. (2007), *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Giuffrè Editore

Tealdi, L. (a cura di) (2010), *Investimenti sostenibili*, EGEA

Vandone, D. (2003), Il mercato italiano dei fondi di investimento socialmente responsabili, Working Paper n.17

Vigeo (2012), *Green, Social and Ethical Funds in Europe*, 2012 Review

Viviani, M. (1999), *Specchio magico. Il bilancio sociale e l'evoluzione delle imprese*, Il Mulino, Bologna

Zingales, L. (2000), *In search of New Foundations*, The journal of finance, VOL. LV, NO. 4

Carroll A.B. (1991), *The pyramid of CSR: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, Business Horizons

Freeman R.E., Reed D.L. (1983), *Stockholders and Stakeholders: a New Perspective on Corporate Governence*, California Management Review, Vol.25, n.3

Sabato, G. (2003), *La creazione di valore,* Lulu.com

Signorini, S. (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali*, Giuffrè

Badalucco, L. (2011), *Il buon packaging*, Dativo

Perrini, F., Tencati, A. (2008) *Corporate social responsability, un nuovo approccio strategico alla gestione d'impresa*, EGEA

Regalli, M., Soana M.G., Tagliavini G. (2011), *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari,* Università degli studi di Parma

Tomasi, F., Russo, A. (2012), *Il rating etico: un'analisi empirica del modello Standard Ethics,* Standardethics.eu

Azzarita, V., De Bartolo, P., Monti, S., Trimarchi, S. (2010), *Cultural social responsability, la nascita dell'impresa cognitiva*, FrancoAngeli, Milano

Zamagni, S. (2013), *Impresa responsabile e mercato civile*, Il Mulino

Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili (2011), *La valutazione*

d'azienda: gli indicatori della crisi, dottcomm.bs.it

Santoni, G., Piciarelli, G., Gigli, C., Gentili, G., Cruciano, M., Centofanti, P., Capozucca, L., Camilletti, P. (2012), *Piano industriale e crisi d'impresa*, Maggioli Editore

Del Pozzo, A., Loprevite, S., Mazù, S. (2014), *Il rischio di liquidità come "driver" del rischio finanziario; un modello interpretativo basato sul tempo*, Franco Angeli

Epistein, M.J., Hanson, K.O. (2005), *Business government relations*, Praeger

Sitografia

www.standardethics.eu

AIDA- Analisi Informatizzata Delle Aziende (aida.bvdep.com)

http://www.borsaitaliana.it

http://www.vigeo-eiris.com

http://www.ecpigroup.com

https://www.msci.com

http://www.ftserussell.com

http://www.ilsole24ore.com