



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

ESG: VALORE PER IMPRESE E INVESTITORI

RELATORE:

CH.MO PROF. FRANCESCO NACCARATO

LAUREANDO: VITTORIO LA CRETA

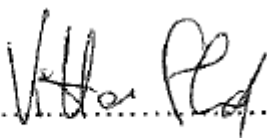
MATRICOLA N. 2007650

ANNO ACCADEMICO 2021-2022

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature)

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'V. H. P.', written over a dotted line.

Contents

1. Sostenibilità e Finanza sostenibile	4
a) Introduzione	4
b) Corporate Social Responsibility.....	7
c) Finanza sostenibile e investimenti socialmente responsabili	12
d) Le agenzie di rating ESG	18
i. Metodologia MSCI.....	24
ii. Metodologia di Thomson Refinitiv	28
e) Confronto tra le metodologie MSCI e Thomson Refinitiv	32
f) Complessità dell’analisi ESG e aspetti critici	33
g) La relazione tra Corporate Sociale Performance e Corporate Financial Performance.....	36
2. Il valore economico della sostenibilità.....	46
a) ESG e valore d’impresa.....	48
b) Sostenibilità e Beta.....	54
c) Sostenibilità e performance dei fondi.....	56
d) La collaborazione tra investitori e azienda: l’engagement.	57
3. Integrating Reporting e valore aziendale.....	65
a) rendicontazione economico-finanziaria e valore aziendale.....	67
b) rendicontazione di sostenibilità e valore aziendale	70
1) Global Reporting Initiative - GRI Standards.....	72
2) Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale	76
c) rendicontazione integrata e valore aziendale.....	77
1) International Integrated Reporting Council	80
2) Gli standard SASB	84
3) Recenti evoluzioni di <IR> e SASB	85
4) Il framework WICI.....	87
d) <IR> Framework: concetti fondamentali, principi guida ed elementi di contenuto.....	87
1) I capitali	87
2) I principi guida	89
3) Elementi di contenuto	90
4. L’evoluzione della informativa non finanziaria	93
5. Conclusioni	103
BIBLIOGRAFIA.....	109

1. Sostenibilità e Finanza sostenibile

a) Introduzione

Alle turbolenze finanziarie che hanno caratterizzato gli ultimi due decenni, le aziende hanno risposto valorizzando i temi della responsabilità sociale e della sostenibilità “misurando” (attraverso i rating di sostenibilità) le esternalità sociali e ambientali associate ai propri modelli di business.

Porre al centro dell'attività d'impresa il perseguimento degli interessi di tutti gli “stakeholder”¹ e non solo quelli degli “shareholder” (azionisti), appariva il modo migliore per garantire il successo del progetto di impresa grazie alla capacità di ridurre il rischio di fallimento.

Gli investitori, invece, alle incertezze del mercato hanno opposto la massimizzazione del profitto nel breve termine, trascurando la valutazione dell'impatto di tale posizione nei confronti dell'ambiente e delle persone e generando una reazione “morale” verso investimenti “sociali”.

Si delineava così strategico per le imprese, avere un atteggiamento socialmente responsabile e sostenibile, poiché in grado di facilitare la raccolta di capitali sia in borsa che nel mercato dei capitali di “finanza sostenibile” in aggiunta, come già sottolineato, alla migliore capacità di dominare il rischio di impresa.

Ecco allora, da un lato l'esigenza per le imprese di comunicare la loro sostenibilità con la conseguente diffusione di “modelli di rendicontazione” più sofisticati e dall'altro, per alcune imprese, il ricorso a comunicazione ingannevole (“green washing”) sfruttando l'assenza di una regolamentazione di mercato.

In questo contesto, da un lato estremamente interessante e dall'altro a rischio credibilità per la presenza di speculazioni da parte di alcune imprese interessate unicamente ad un accesso agevole ai finanziamenti, assume interesse, sia per le imprese che per gli investitori, capire se e come l'essere “sostenibili” impatti sul rischio di impresa.

E' di interesse anche per il mondo accademico, indagare la presenza di correlazione tra la responsabilità sociale delle imprese (CSR: Corporate Social Responsibility) e la loro performance economica e finanziaria (CFP: Corporate Financial Performance).

¹ Intendendo con “stakeholder” tutti i soggetti interessati alle performance dell'impresa e quindi oltre agli azionisti (gli shareholder), i collaboratori, i fornitori, gli istituti di credito, gli investitori, la comunità sociale.

Per CSR² si possono intendere l'insieme di azioni che favoriscono un certo benessere sociale, al di là degli interessi dell'azienda e di ciò che è richiesto dalle legge; ad esempio l'attenzione al personale che collabora in azienda, l'integrazione con la società nel territorio in cui si opera, il sostegno ad associazioni locali, lo sviluppo di programmi di economia circolare, l'espressione paritaria dei gruppi di governance di minoranza.

Necessario per attribuire ad una impresa una azione "socialmente responsabile" è la possibilità di misurare la sua "CSR" assegnando ad essa un "rating" capace di sintetizzarne l'aderenza al rispetto dei criteri di attenzione ambientale, sociale e di governance; nasce così il GRI³ (Global Reporting Initiative) ente internazionale senza scopo di lucro con il fine di definire gli standard da utilizzare per rendicontare la performance sostenibile dell'azienda.

Obiettivo del GRI è consentire la redazione di un reporting di sostenibilità per le imprese che renda trasparente agli operatori come questa contribuisce allo sviluppo sostenibile e consenta poi di intuire una possibile relazione tra "performance sociale" (CSP: Corporate Social Performance) e "performance finanziaria" (tra CSP e CFP).

La CSR (Corporate Social Responsibility) è il perseguimento di una azione d'impresa attenta alla tematiche di sostenibilità ambientale, alla creazione di valore per tutti i soggetti con cui l'impresa entra in relazione, alla sostenibilità economica dell'impresa adottando modelli di governance aperti al confronto e alla condivisione delle competenze; non c'è dubbio che tutto questo crei valore non osservabile e quantificabile in termini economici (intangibile) e come proprio per questo sia necessario farlo emergere, misurarlo e comunicarlo attraverso l'adozione e disponibilità di standard internazionali.

Temi di interesse sono: la correlazione tra il rischio finanziario dell'investitore e il rating legato alle azioni socialmente responsabili condotte dall'impresa, come il rischio finanziario dell'impresa sia legato a upgrade e downgrade di questi rating e come tutto questo crei valore per l'impresa.

Sicuramente la valutazione delle conseguenze del perseguimento di una politica CSR, prevedendo una maggiore disclosure è di per se un valore perché in grado di ridurre l'asimmetria informativa tra società civile e impresa, offrendo maggiore conoscenza del titolo su di un piano extra finanziario (report sostenibilità, due diligence, codici etici, etc.).

² «McWilliams and Siegel - CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY A THEORY OF THE F.pdf».

³ «GRI - About GRI».

La CSR dal 2010 ha ricevuto anche una standardizzazione internazionale rappresentata dalla norma ISO-26.000⁴ che non prevede una “certificazione” ma offre una guida alle imprese che intendono avvicinarsi al mondo della CSR.

La “finanza sostenibile” prende avvio dallo “sviluppo sostenibile” definito⁵ per la prima volta nel “Rapporto Brundtland” del 1987, come “il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere le possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”; la definizione comprende la sola salvaguardia dell’ambiente per evolversi nel tempo sino a riconoscere l’interdipendenza tra le dimensioni economica, ambientale e sociale (le “tre E”: ‘environment, economy and equity’⁶) e successivamente alla convinzione che l’integrazione nei processi economici di considerazioni ambientali e sociali non può prescindere dalla “governance” arrivando così al riconoscimento dell’interdipendenza tra sviluppo sostenibile e fattori ESG.

La finanza sostenibile (SRI: Social Responsible Investment) considera sia il rendimento finanziario per l’investitore che la creazione di un valore sociale condiviso; comprende sia gli investimenti “socialmente responsabili” indirizzati agli emittenti valutati anche sulle performance non finanziarie, che gli investimenti connessi alla generazione diretta di un impatto positivo per l’ambiente.

La finanza SRI ha avuto un enorme successo raggiungendo un gestito di 35.000 miliardi di dollari a fine 2019, come emerge dall’ultimo rapporto biennale della Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)⁷, con una crescita del 15% sul dato del 2018 e con una incidenza sul totale degli asset gestiti pari al 35,9%.

GSIA è un’associazione di organizzazioni tese allo sviluppo degli investimenti sostenibili: comprende le SIF (Sustainable Investment Forum) statunitense e britannica, l’Eurosif⁸, la RIA canadese, la VBDO olandese e la RIAA (Australia-Nuova Zelanda).

⁴ «PUB100258.pdf».

⁵ «Our Common Future United Nations WCED 1987.pdf».

⁶ «Sustainability and its economic interpretations - Pezzey e Toman 2005.pdf».

⁷ «GSIA REPORT 2020.pdf».

⁸ Eurosif (European Sustainable Investment Forum) è l’associazione europea dedicata alla promozione della sostenibilità attraverso i mercati finanziari. Eurosif opera in partnership con i Sustainable Investment Forum (SIF) nazionali e con il supporto degli Affiliate Member, soggetti coinvolti nel processo di creazione del valore dell’industria dell’investimento sostenibile e responsabile (SRI), quali investitori istituzionali, società di gestione, fornitori di servizi finanziari, società di ricerca e analisi ESG, Università e ONG. Eurosif rappresenta una delle principali fonti di informazione a livello europeo sulla finanza sostenibile. Inoltre, tra le principali attività di Eurosif figurano: la formulazione di proposte relative a politiche pubbliche, la conduzione di ricerche e la promozione di piattaforme per la diffusione di buone pratiche sul tema SRI.

Alla base dell'incremento degli asset gestiti con logiche SRI, vi sono le sensibilità crescenti nella Società verso i valori ESG, le spinte normative, la disponibilità di informazioni sul rating ESG delle imprese e la disponibilità di numerosi studi che rilevano come le strategie SRI (che si avvalgono dei rating non finanziari per individuare i titoli su cui investire) conducono alla riduzione del rischio complessivo di portafoglio (come commenteremo in seguito).

b) Corporate Social Responsibility

La responsabilità sociale d'impresa è passata in questi anni da “filantropia aziendale o beneficenza” a “consapevolezza degli effetti ambientali, sociali ed economici della strategia posta in essere dall'impresa”.

Le imprese devono valutare le tre dimensioni ESG (ambientale, sociale, economica) in termini di rischi ed opportunità, elaborando azioni a riduzione dei rischi maggiori e a supporto dello sfruttamento delle maggiori opportunità creando così le premesse perché le si possa leggere “sostenibili” nel tempo; non basta più riferirsi a fotografie del comportamento passato (tipica funzione del bilancio civilistico) ma si deve poter proiettare nel futuro l'impresa e valutarne la sopravvivenza.

Effetto della Corporate Social Responsibility (CSR) è la Corporate Social Performance (CSP) ovvero le “prestazioni” sociali espresse dall'impresa; la misurazione della CSP richiede lo sviluppo e la disponibilità di “rating” di misurazione delle prestazioni non finanziarie, allo stesso modo di ciò che avviene con la misurazione delle prestazioni economico/finanziarie effettuate dalle Agenzie di Rating finanziario.

In sintesi la CSR intende sottolineare un atteggiamento dell'impresa di attenzione alla Società (a tutti gli stakeholder) che si concretizza in una serie di azioni mirate a favorire un certo benessere della Società; la CSP “misura” gli impatti sulle varie categorie di stakeholder delle azioni decise dall'impresa.

Da qui partono le riflessioni sulla capacità della CSR di condurre a “extra profitti” e la teoria dello “stakeholder management” che partendo dalla considerazione che gli interessi da tutelare sono più ampi di quelli espressi dai soli propri azionisti, si interroga su come valutare le esigenze degli “altri” portatori di interessi e se sono tutte importanti allo stesso modo.

Alcuni⁹ ricercatori suggeriscono di classificare gli stakeholder secondo il potere che hanno di influenzare l'Azienda e secondo l'urgenza¹⁰ della istanza posta, altri¹¹⁻¹² secondo la capacità, in base alle proprie competenze, di influenzare altre entità che forniscono risorse importanti all'impresa e infine altri ancora¹³ classificando gli stakeholder in base alla capacità di aiutare l'azienda a raggiungere i propri risultati.

Riflessioni senza una conclusione sicura che portano invece a ritenere come gli stakeholder vadano visti nel loro insieme, essendo ogni azione dell'impresa diretta verso uno di loro capace di propagarsi sino ad interessare gli altri essendo questi tra loro legati; per questo è necessario che azienda e stakeholder condividano lo stesso insieme di valori e li utilizzino nei loro processi decisionali e che conseguentemente la rete di relazioni sia più stabile e conduca a reciproco vantaggio.

Sono stakeholder anche i fornitori e i partner commerciali, ovvero tutti i soggetti che sono parte della catena del valore dell'impresa; la “social responsibility” è globale.

L'impegno dell'impresa non si può limitare al proprio modo di agire ma deve spingersi a considerare anche quello di tutti i propri partner; nulla di nuovo rispetto a quanto già avviene nell'ambito dell'azione delle imprese dotate di certificazione di qualità a cui si chiede di garantire che anche i propri fornitori rispettino le stesse pratiche da essa adottate in termini di qualità di prodotto.

L'impresa che agisce in modo “socialmente responsabile”, ovvero che considera l'impatto della propria azione sulla società, deve coinvolgere la propria organizzazione analizzando l'intero processo che pone in essere dalla trasformazione delle materie prime e quindi dalla loro scelta, sino ad arrivare allo smaltimento del prodotto dopo il consumo effettuato dal Cliente; tutto quanto sopra deve essere improntato a comportamenti caratterizzati dalla “continuità nel tempo” per non rischiare che, giustamente, siano interpretati dagli stakeholder come di facciata e finalizzati all'inganno.

La motivazione che conduce l'impresa a integrare nella propria azione la CSR può anche essere legittimamente “economica”, puntando alla creazione di un vantaggio reputazionale nei confronti

⁹ «Mitchell - 2022 - Toward a Theory of Stakeholder Identification and .pdf».

¹⁰ il grado con cui le aspettative degli stakeholder richiedono un'immediata attenzione.

¹¹ «Frooman - 2022 - Stakeholder Influence Strategies.pdf».

¹² Kochan e Rubinstein, «Toward a Stakeholder Theory of the Firm».

¹³ Savage et al., «Strategies for assessing and managing organizational stakeholders».

di un concorrente così come alla differenziazione di prodotto capace di consentirle l'accesso ad un maggior prezzo sul mercato: una ricerca del 2005¹⁴ su di un campione di 808 clienti belgi, ha rilevato infatti che i consumatori sono disposti in media a pagare sino al 10% in più per un prodotto socialmente responsabile e sostenibile.

Come detto la CSR è assimilabile ad un "bene intangibile" e richiede la Social Responsibility Disclosure, ovvero la comunicazione il più oggettiva possibile delle azioni poste in essere e del loro impatto sulla CSP; senza di questa trasparenza sarebbe impossibile verificare la veridicità e concretezza della comunicazione fatta dall'impresa.

Assumono così importanza le certificazioni esterne e l'applicazione di un protocollo ad hoc (uno standard) per associare un rating all'azienda; qui si entra in un ambito di debolezza dei rating ESG, essendo ancora distante la definizione di una procedura unica che conduca alla stessa misurazione della CSP fatta da diversi soggetti certificatori (a differenza invece dei rating finanziari che indipendentemente dalla Agenzia di Rating adottato, sono molto comparabili tra loro).

Altro tema "difficile" è indagare la presenza di correlazione positiva tra CSP e CFP (Corporate Financial Performance); alcuni¹⁵ sostengono che vi sia una "relazione ad U", ovvero le prime azioni socialmente responsabili non incrementano il la performance finanziaria dell'azienda, ma quando questi comportamenti si consolidano (continuità nel tempo dicevamo) si avvia un processo di crescita economica dell'impresa. Altri¹⁶ ritengono che la CSR assegni un vantaggio competitivo secondo la visione basata sulle risorse dell'azienda (Resource Based View) in base alla quale ognuno deve possedere risorse preziose, rare, non facilmente imitabili e sostituibili per creare un vantaggio competitivo.

Le ricerche ad oggi effettuate non conducono a conclusioni sicure sulla relazione positiva tra CSP e CFP, ma aprono alla considerazione di ulteriori situazioni che, ampliando l'orizzonte temporale, riducono l'importanza di tale relazione a favore di mediatori quali la soddisfazione del Cliente, la reputazione dell'impresa, il vantaggio competitivo sostenibile: gli stakeholder sulla base del comportamento passato dell'azienda (la reputazione) ne possono prevedere il comportamento per il futuro e formulare le proprie attese sulla realizzazione di azioni future.

¹⁴ «De Pelsmacker and Janssens - 2007 - A Model for Fair Trade Buying Behaviour The Role .pdf».

¹⁵ Barnett e Salomon, «Does It Pay to Be Really Good?»

¹⁶ Russo e Fouts, «A RESOURCE-BASED PERSPECTIVE ON CORPORATE ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND PROFITABILITY.»

Le modalità con cui tradurre in concreto il perseguimento della CSR nelle aziende, dipende dalla “lettura” preminente che di questa esse fanno: chi vede la CSR come una strategia di comunicazione, ne integra la responsabilità nella Direzione Comunicazione (Relazioni Esterne), altri invece assegnano la responsabilità alla Direzione Risorse Umane facendo prevalere gli aspetti di reputazione interna e l’attrazione di talenti nell’azienda; altri definiscono una funzione di “CSR manager” che assista i vari reparti aziendali nello sviluppo di una “sensibilità sociale”.

Compatibilmente con le dimensioni dell’impresa, la scelta di uno specifico manager appare la strada migliore per perseguire gli obiettivi a vocazione socio-ambientale essendo la CSR una strategia da applicare complessivamente; utile potrebbe essere anche la costituzione di un comitato endoconsiliare nel board.

La comunicazione di dati non finanziari, oggi per lo più informazioni di natura ambientale, sociale e di governance (ESG: Environment – Social - Governance), come già sottolineato, richiede la disponibilità di standard di riferimento universalmente accettati e in grado di rendere comparabili i rating prodotti da soggetti diversi come già avviene in ambito finanziario. Per questo sono nate molte ONG in questi ultimi anni, per tentare di offrire una risposta a questa domanda tesa a colmare l’asimmetria informativa tra impresa e investitori mediante la creazione di metodologie capaci di associare un rating alle imprese; tra le più importanti il GRI (Global Reporting Initiative) organizzazione indipendente internazionale che ha sviluppato una procedura e un linguaggio comune indirizzato alle imprese che intendono comunicare la propria attenzione all’agire responsabile definendo lo standard più utilizzato al mondo per realizzare i report di sostenibilità (GRI Standards).

La letteratura¹⁷ sulle valutazioni sociali delle aziende, vincola la “convergenza dei rating” alla presenza di due condizioni preliminari: la “teorizzazione comune” ovvero “cosa si misura” per assegnare un rating e la “commensurabilità” ovvero “come si misura”.

Misurare aspetti diversi e/o misurarli con criteri diversi, conduce chiaramente a risultati diversi e non confrontabili.

Cosa misurare discende dalle convinzioni dei valutatori su cos’è un comportamento sostenibile e conduce a individuare le dimensioni dell’agire responsabile che si ritiene di interesse degli

¹⁷ «Chatterji et al. - 2016 - Do ratings of firms converge Implications for man.pdf».

investitori; la commensurabilità (come si misura) presuppone che le agenzie di rating valutino le performance di responsabilità sociale con un approccio simile¹⁸.

In uno studio condotto sulla probabilità di convergenza delle valutazioni ESG per un insieme comune di compagnie, Chatterji esamina i rating prodotti da sei diverse agenzie di rating esaminando la presenza delle due condizioni sopra citate. Gli autori concludono che nel mondo dei rating ESG, non esistono teorizzazione comune e commensurabilità situazione che rende improbabile la convergenza dei rating prodotti da diverse agenzie di rating. I “fornitori di informazioni” creano dati per gli stakeholder e lo fanno assegnando un peso diverso, una diversa materialità, alle componenti del comportamento sociale a seconda del settore in cui opera l’azienda e dell’ambiente esterno in cui questa opera o sulla base delle diverse sensibilità degli stakeholder-investitori; si arriva così ad assegnare diversa importanza ad un elemento o all’altro che compongono l’agire sociale (ambientale, sociale o di governance) e questo spiega il diverso rating ad esempio di due aziende con lo stesso prodotto che operano in Paesi diversi.

Con riferimento all’ambiente, le questioni materiali possono indirizzare l’inquinamento di aria e acqua, l’emissione di gas, i cambiamenti climatici, la gestione dei rifiuti, le energie rinnovabili; tra gli argomenti sociali, il benessere e le condizioni di lavoro in impresa, la sicurezza del lavoro, i diritti umani e gli interessi delle comunità locali, il comportamento socialmente responsabile in tutta la catena di approvvigionamento.

Quanto alla componente economica, la governance intesa come aperta a competenze del board eterogenee, ad un corretto numero dei consiglieri, all’assenza di concentrazione di potere in una persona (Presidente distinto dall’Amm.re Delegato), controlli interni, facile accesso alle informazioni, definizione di codici etici e piani anticorruzione, capacità di relazione con gli stakeholder.

A prova dell’importanza delle tendenze sopra presentate, la dimensione del mercato del “Socially Responsible Investment” (SRI) che mostra i maggiori trend di crescita per gli investimenti che misurano la responsabilità sociale secondo i principi ESG; tra il 2015 e il 2017 gli SRI, ESG-INTEGRATION sono aumentati del 60% arrivando a superare i 4.200 miliardi di euro di investimenti dei fondi europei.¹⁹

¹⁸ «Sauder and Espeland - 2009 - The Discipline of Rankings Tight Coupling and Org.pdf».

¹⁹ mcwebmaster, «Eurosif 2018 SRI Study».

Quanto al legame tra CSP e CFP è dibattuto se si sia in grado oggi di farlo emergere: ciò che tutti riconoscono è che la CSP sia legata alla reputazione aziendale che appare una delle risorse immateriali più importanti di una impresa capace di offrire un vantaggio competitivo duraturo poiché una buona reputazione sociale è in grado di migliorare le relazioni con gli stakeholder esterni (banche, clienti, investitori, fornitori) riducendo probabilità e costo dei conflitti con gli essi e rendendo più attraente per gli investitori l'azienda.

Tra le molte misure proposte per la valutazione della CSP, si segnala la crescente popolarità di indici quali l'indice di sostenibilità Dow Jones, il Down Jones Sustainability Europe Index (DJSI Europe), il FTSE4Good e il Domini 400; l'inclusione di una azienda negli indici di sostenibilità è riconosciuta di per sé una misura valida a garantire prestazioni di sostenibilità elevate.

La famiglia degli indici Dow Jones per selezionare le imprese da "includere" nell'indice, utilizza l'approccio "best in class": solo il 20% delle aziende con il punteggio più alto in ciascun settore "entra" nell'indice.

c) Finanza sostenibile e investimenti socialmente responsabili

Il comportamento etico delle aziende ha un costo a cui si associano indubbi vantaggi reputazionali e di posizionamento competitivo con impatti sul valore dell'impresa a maggior ragione se in esso si comprende la valorizzazione delle esternalità positive prodotte alla Società dall'agire responsabile dell'impresa; "creare valore" ha un costo per gli individui e per le imprese, ma ad esso sono associate delle ricompense.

La definizione più diffusa di "finanza sostenibile" (Eurosif²⁰ 2018) è quella di *"strategie di investimento che hanno l'obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico dell'investimento"*.

La transizione verso "modelli di business più sostenibili" richiede la disponibilità di risorse finanziarie importanti avendo alla base l'innovazione tecnologica con cui si indirizza la mitigazione degli impatti ambientali delle imprese rendendo più efficiente la produzione anche attraverso la riduzione dei consumi di energia; la finanza sostenibile colma il gap esistente tra domanda e offerta di capitali rendendo possibile la transizione.

Negli SRI, come già detto, sono compresi sia gli investimenti diretti a imprese che dichiarano l'adesione ai principi della CSR (verificabile attraverso la valutazione delle performance non

²⁰ EUROSIF: European Sustainable Investment Forum

finanziarie – CSP), che gli investimenti direttamente connessi alla generazione di un impatto specifico per l’ambiente e la società. Le strategie SRI si collocano tra la finanza tradizionale orientata al solo rendimento e la finanza etica orientata solo alla creazione di valore sociale; si passa così dall’individuare le imprese finanziabili ricorrendo a criteri di esclusione (solo emittenti di alcuni settori sono esclusi come i produttori di armi) per arrivare alle imprese che esplicitano con chiarezza gli obiettivi di creazione di valore sociale e sviluppano una elevata performance sociale (un elevato rating).

Anche la “finanza sostenibile” sconta un “costo” rappresentato da tempi più lunghi di investimento e da rendimenti più bassi, compensati dal valore associato agli impatti in termini ambientale, sociale e di buon governo prodotti dall’investimento SRI (Sustainable and Responsible Investment); secondo l’European Sustainable Investment Forum (EUROSIF) tra il 2015 e il 2017 in Europa gli SRI sono cresciuti al ritmo del +27% all’anno superando i 4.200 miliardi di euro (come già più avanti segnalato).

In sintesi possiamo dire che la finanza sostenibile è l’evoluzione della finanza tradizionale capace di integrare i criteri economici di valutazione del merito aziendale con un nuovo insieme di informazioni pubblicamente disponibili che riflettono le modalità di gestione effettuata dall’impresa all’esposizione a rischi (e opportunità) ambientali, sociali e di governance (ESG) che fanno parte ormai parte del sentire comune di tutti gli stakeholder.

Fondamentale per lo sviluppo della finanza sostenibile è la disponibilità di informazioni (il rating ESG) non finanziarie delle imprese e una “tassonomia” chiara che qualifichi quali sono gli elementi chiave da valutare per ciascuno dei pillar E/S/G.

Numerosi studi associano alle strategie SRI la riduzione del rischio complessivo del portafoglio investito; le imprese con un buon rating ESG presentano una performance maggiore nei periodi di crisi al prezzo di un minore rendimento nei periodi di non crisi²¹. E’ una caratteristica interessante per gli investitori che cercano di mitigare le fluttuazioni di mercato.

Gli investitori istituzionali che adottano una strategia SRI, possono essere divisi tra investitori “passivi”, che non sono interessati a instaurare alcun rapporto con gli amministratori della società e investitori “attivi” ovvero interessati a incidere concretamente nelle decisioni dell’impresa su tematiche ESG. I primi perseguono una logica “low cost” della gestione dell’investimento e utilizzano il potere di “exit” in caso di non soddisfazione della performance di impresa; i secondi

²¹ Nofsinger e Varma, «Socially Responsible Funds and Market Crises».

con approccio “high cost”, instaurano un “engagement” (coinvolgimento) con gli amministratori, cercando di incidere concretamente nelle decisioni societarie dopo aver effettuato l’investimento, confidenti di ottenere un maggior miglioramento in termini ESG delle performance dell’impresa²².

Il risultato cercato dagli asset manager è condurre a vantaggio sia i “beneficiari del servizio di investimento” che le imprese, massimizzando il valore economico per entrambi: è infatti patrimonio condiviso, ad esito di molti studi, che le aziende più sostenibili siano meno rischiose. Quindi se i costi delle strategie sono inferiori ai vantaggi prodotti dalla riduzione del rischio, si ottiene un maggior valore economico dell’impresa (chiaramente nel medio-lungo tempo²³) e si associa agli investitori “beneficiari del servizio di investimento” una remunerazione economica positiva abbinata ad un impatto sociale positivo.

La “finanza sostenibile” oltre ad avere fonte nella pressione sociale e nelle norme di comportamento che caratterizzano la società di oggi, ha origine in una sorta di “questione morale” ovvero un richiamo alla finanza ad abbandonare gli eccessi speculativi investendo su se stessa, per tornare ad investire nei settori produttivi ovvero nell’economia reale, utilizzando fattori misurabili come gli indicatori ESG.

Aiutano la finanza SRI le novità regolamentari come la Non Financial Reporting Directive (NFRD), recepita in Italia con il decreto legislativo 254/2016, che ha arricchito le informazioni pubbliche disponibili imponendo un obbligo comunicativo alle società quotate più grandi (oltre i 500 dipendenti, oltre 40 Mil. € di ricavi e 20 Mil. € di attivo di Stato Patrimoniale) a supporto della comprensione della sostenibilità economica del business di impresa e con la previsione in un futuro vicino di essere integrato con la disclosure sui fattori ESG perseguiti.

Lo sviluppo della finanza sostenibile “moderna” potremmo vederla nella nascita di un primo “fondo a vocazione etica” nel 1928 negli Stati Uniti (Pioneer Fund) che attirava gli investimenti dei protestanti e selezionava i titoli escludendo quelli appartenenti a settori ritenuti non investibili (tabacco, alcool e gioco d’azzardo) adottando quindi un criterio di esclusione basato sui principi etici.

²² Dyck et al., «Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility?»

²³ Gli interventi sui tre pillar E/S/G richiedono tempi di attivazione e tempi di risposta che non sono istantanei e conseguentemente la crescita di valore che al più è anticipata dalla reputazione a patto di poter oggettivamente “dimostrare” la concretezza del percorso avviato.

Successivamente si arrivò a ritenere non sufficiente operare la scelta delle imprese degne di ricevere finanziamenti con il solo criterio dell'esclusione a causa della individuazione di grandi imprese, comprese le case produttrici di automobili, che massimizzavano il profitto a scapito della qualità e sicurezza del prodotto; gli investitori etici dovevano essere attivi all'interno dell'impresa per controllare la responsabilità posta dall'impresa nella propria azione.

Un esempio ulteriore di invito dell'impresa ad operare con etica è offerto da General Motors (GM) nel contesto delle operazioni in Sud Africa durante il regime di segregazione razziale; furono elaborati i "Sullivan Principles" da Padre Sullivan membro del board GM, che ripudiavano le diversità di trattamento dei lavoratori dell'impresa; questi principi furono adottati da 125 grandi imprese americane operanti in Sud Africa conducendo cento di queste al ritiro dal Paese a causa del permanere delle condizioni di segregazione.

Negli anni '80 nascono i primi fondi etici in Europa: in Svezia (Aktie Ansvar Myrberg nel 1965), Francia (Nouvelle Strategies Fund nel 1983) e Regno Unito (Friends Provident Stewardship Fund nel 1984).

Nel 1990 negli Stati Uniti viene organizzata la prima conferenza sugli SRI, oggi convocata annualmente e diventata il principale evento nel settore della finanza responsabile.

Il primo report sulla finanza sostenibile risale al 1995 (Trend Report on SRI Finance) che ne valuta in 639 miliardi di US \$ la dimensione. Nel 1997 nasce il primo fondo etico italiano (San Paolo Azionario Internazionale) e nel 1999 nasce il primo indice azionario SRI creato dal Dow Jones e denominato "Dow Jones Sustainability Index" (DJSI); a questo segue nel 2001 in Europa, per la precisione presso la Borsa di Londra, il "FTSE-4GOOD" un indice azionario SRI che è oggi il più usato insieme al DJSI.

Le Nazioni Unite sostengono nel 2006 l'associazione degli investitori istituzionali denominata PRI²⁴ (Principles for Responsible Investments); aderire ai PRI²⁵ significa seguire i principi SRI.

Nel 2012 i diversi network della finanza sostenibile europea, americana, asiatica e canadese confluiscono nella GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) che indica in 13.000 miliardi

²⁴ «PRI Principles for Responsible Investment.pdf».

²⁵ 1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti. 2. Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle nostre politiche e nelle nostre pratiche di azionariato attivo. 3. Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali investiamo. 4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei Principi nel settore finanziario. 5. Collaborare per migliorare la nostra efficacia nell'applicazione dei principi. 6. Comunicare le nostre attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

di US \$ gli asset gestiti che diventano 18.000 nel 2014, 23.000 nel 2016, 30.000 nel 2018 e 35.000 miliardi di US \$ nel 2020²⁶.

Regione	2016	2018	2020
Europa	12.040	14.075	12.017
Stati Uniti	8.723	11.995	17.081
Giappone	474	2.180	2.423
Canada	1.086	1.699	906
Australia/Nuova Zelanda	516	734	2.874
TOTALE (miliardi di US \$)	22.890	30.683	35.301

Fig. 1 – GSIA Report 2020

Gli investimenti SRI coprono il 35,9% del totale degli asset gestiti nel 2020.

Come già presentato, gli investimenti ai loro estremi si distinguono tra investimenti che perseguono logiche “finanziarie” con l’obiettivo esclusivo di massimizzare il rendimento dell’investimento in correlazione con il rischio dell’impresa e senza considerare logiche ESG e investimenti con logiche “filantropiche” che rinunciano a perseguire il rendimento finanziario a favore del raggiungimento esclusivamente obiettivi ambientali e sociali. Le strategie di investimento SRI si posizionano a metà tra le due logiche di cui sopra, come anticipato, e si possono classificare in base all’effort richiesto nella produzione del rendimento sociale:

- “low cost SRI” strategie ex-ante elaborate prima dell’investimento, basate su strategie di:
 - esclusione (exclusionary screening) di imprese che appartengono a settori controversi o che operano in contrasto a norme sociali fondamentali;
 - inclusione (norms based screening) che considerano la platea di imprese in cui investire come quelle che rispettano norme internazionali basate su ambiente, diritti della persona anche quando lavoratore, sistemi anticorruzione;
 - inclusione (best in class) che selezionano per ciascun settore le aziende con migliori performance sociali;
- “high cost SRI” strategie ex-post con partecipazione attiva nella società in cui si investe per massimizzarne il risultato ESG. Le logiche che interessano questa tipologia di

²⁶ «GSIA REPORT 2020.pdf».

investimenti, sono basate sul grado di coinvolgimento degli investitori che intendono perseguire il raggiungimento degli obiettivi ESG in modo “attivo” esercitando il diritto di voto in Assemblea (“diritto di voice” in alternativa all’“exit” dall’impresa non performante) e attivando un dialogo con il management per coinvolgerlo e motivarlo nell’obiettivo (engagement).

Una possibile classificazione di questo tipo di investimenti può essere:

- “thematic investement” dove l’investimento è legato ad uno specifico ambito di intervento perseguito dell’impresa: si offre all’investitore di poter scegliere di investire in imprese che hanno in comune uno specifico obiettivo ambientale (energia pulita), sociale (parità di genere tra i dipendenti), di governance (anticorruzione);
- “impact investing” vincolano all’effettivo raggiungimento dei vantaggi sociali e ambientali il rendimento dell’investimento per gli investitori e il costo per l’impresa destinataria; è richiesto il monitoraggio dei risultati di impatto successivi all’investimento.

Analizzando i dati presenti nei report GSIA 2020 relativi al valore degli investimenti SRI suddivisi in base alle logiche sopra illustrate e in base alla regione di investimento, si possono sviluppare le seguenti considerazioni principali:

- 1) gli “impact e thematic investement”, sono maggiormente presenti negli Stati Uniti anche se la meno rilevante in termini di valore di investito;
- 2) sempre negli Stati Uniti è più diffusa la logica di investimento ESG (64% del totale rilevato dal GSIA 2020);
- 3) in Europa è maggiormente diffusa la logica “norm based screening” (74%), “engagement e share holder action” (45%) ed “negative/exclusionary selection” (61%) legato all’impatto dell’aspetto regolamentare presente in Europa (Direttiva SRD II²⁷ e IORP2²⁸ per l’engagement rispettivamente degli asset manager e investitori istituzionali).

²⁷ La Direttiva Shareholders Rights (SRD II) recepita con il D.lgs. 49/2019, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 10 giugno 2019, modifica la previgente Direttiva 2007/36/CE e intende agevolare un maggiore attivismo degli investitori istituzionali. La Commissione europea intende ottenere la collaborazione della finanza nella transizione verso un’economia sostenibile, chiamandola a gestire in modo più efficace i rischi finanziari associati agli aspetti ambientali, sociali e di governance e incoraggiando un approccio di investimento orientato al lungo periodo.

Il decreto italiano a recepimento della Direttiva prevede l’adozione del principio del *comply or explain*, ai contenuti della Direttiva UE. Vero che la compliance è volontaria, ma l’*explain* espone ad un rischio reputazionale.

²⁸ Direttiva (UE) 2016/2341 (c.d. IORP II) recepita con il D.lgs. n. 147/2018. COVIP la definisce come normativa che “intende incoraggiare i fondi pensione ad adottare un approccio strategico e di lungo periodo per l’integrazione dei

Dal report GSIA 2020 si legge che il 51% degli investimenti è indirizzato ad aziende quotate e il 36% al comparto obbligazionario oltre al fatto che il 75% degli investitori sono istituzionali e il 25% retail²⁹.

d) Le agenzie di rating ESG

L'idea che la crescita potesse essere "infinita" è chiaramente apparsa irrealizzabile post-pandemia (non poteva che essere così essendo il mondo "finito"); alla creazione di valore per l'impresa intesa come la garanzia esclusiva di profitto agli azionisti (valore economico) si contrappone oggi l'importanza di estendere la definizione di valore per l'impresa, affiancando al valore economico l'impegno dell'impresa verso la "responsabilità sociale" ovvero la creazione di valore per una platea più ampia di portatori di interesse ritenuto l'unico modo per evitare di rendere "insostenibile" il proprio business. Il "mondo" dell'impresa non è da valutarsi esclusivamente come costituito da materie prime, forza lavoro, regole, profitto, ma diventa centrale l'attenzione da porre alle persone, sia all'interno dell'azienda che parte dei territori dove l'impresa opera inclusi i propri fornitori; si tratta dell'approccio multi-stakeholder di cui è parte la teoria dello "stakeholder"³⁰ management". Gli "stakeholder" sono coloro che influenzano e sono influenzati dall'impresa e di cui l'impresa ha bisogno per restare nel mercato; è lo sviluppo di questa teoria che porta l'impresa alla necessità di confrontarsi con le tematiche ESG. Condiviso questo spostamento dell'agire delle imprese verso la considerazione delle conseguenze sociali della propria azione, assumono importanza gli "strumenti" da utilizzare per misurare e rendere possibile la comunicazione delle "performance sociali" (CSP).

Le agenzie di rating ESG sono nate per rispondere alla domanda degli investitori di disporre di informazioni sociali e ambientali delle imprese a supporto delle decisioni di investimento; alcune di esse operano esclusivamente su dati extra-finanziari e altre combinano a questi dati quelli finanziari. Le informazioni che utilizzano arrivano in parte dalle aziende stesse a cui vengono somministrati questionari e le cui informazioni vengono poi combinate con i dati pubblici esistenti, da un team di esperti e tradotti in un "rating".

fattori ESG, in particolare, nella gestione dei rischi e nelle strategie di investimento". La normativa IORP II, non obbliga il fondo pensione a investire in aziende sostenibili ma chiede che questo verifichi se le società partecipate possano essere a rischio ESG.

²⁹ Sono investitori "retail" i risparmiatori - anche imprese, società o altri enti - che non sono qualificabili come clienti professionali. Si tratta, in sostanza, dei comuni risparmiatori che si rivolgono agli intermediari per effettuare i propri investimenti.

³⁰ All'inizio degli anni '60, i ricercatori della Stanford Research Institute adottarono questo termine obsoleto e gli diedero un nuovo significato: gli stakeholder furono definiti come "quei gruppi senza il cui sostegno l'organizzazione cesserebbe di esistere".

Le pressioni sia degli enti normativi che della comunità scientifica hanno condotto le imprese a ritenere positiva l'appartenenza ad un indice di mercato ESG e/o la comunicazione di un concreto risultato ottenuto in termini di responsabilità sociale, poiché in grado di creare consenso in tutti gli stakeholder, azionisti inclusi e capace di dimostrare la reale determinazione dell'impresa a perseguire l'agire responsabile.

Come detto mentre in ambito finanziario i rating di diverse agenzie sono al 99% simili, così non è in ambito responsabilità sociale, a causa di:

- mancanza di trasparenza: le agenzie di rating non forniscono informazioni sui criteri e sul processo di valutazione adottato, rendendo difficile il confronto tra i rating da esse prodotti;
- teorizzazione (cosa si misura) e commensurabilità (come si misura): le agenzie di rating non associano importanza alle stesse tematiche di responsabilità sociale e non le misurano allo stesso modo;
- compromessi tra i criteri: la “compensazione” tra punteggi alti per un concetto e bassi per un altro è lasciata alla singola agenzia di rating e non è normata;
- mancanza di un punteggio complessivo: risulta difficile “pesare” i diversi macro aspetti (ambientale, sociale e di governance) con un metodo oggettivo di ponderazione.

Di seguito una sintetica presentazione delle principali agenzie mondiali di rating ESG³¹:

- a) Moody's ESG Solutions: nasce nel 2019 dall'acquisizione da parte di Moody's Corporation della Società Vigeo-EURIS a sua volta nata nel 2005 dalla fusione di EURIS (società inglese) e Vigeo (società francese) in Vigeo-EURIS. E' una società con 10 Uffici nel mondo e fornisce ricerca e analisi ESG agli investitori supportando le organizzazioni nei loro percorsi di responsabilità. Nel 2020 vantava 350 dipendenti.
- b) MSCI ESG Research Group: nasce nel 2010 con l'acquisizione di RiskMetrics che a sua volta aveva acquisito nel 2009, KLD e Innovest. Azionista di maggioranza è Morgan Stanley ma MSCI è società indipendente. E' quotata alla Borsa di New York con un valore di 13,5 miliardi di dollari, 2.600 dipendenti (150 ricercatori) e fornisce un rating ESG a più di 6.000 imprese.
- c) ISS-Oekom Sustainability Solutions Assessment: Oekom nasce come start-up tedesca nel 1993 con lo scopo di sviluppare valutazioni ambientali con clienti costituiti da istituti

³¹ Landi, *Sostenibilità e rischio d'impresa: evidenze e criticità dei rating esg*.

ecclesiastici tedeschi e organizzazioni internazionali come Greenpeace e WWF. Oggi i rating Oekom coprono 4.000 aziende e 57 Paesi servendo 180 asset manager influenzando circa 1.500 miliardi di dollari con 90 dipendenti e 60 analisti. ISS (Institutional Shareholder Services Ic.) nasce invece nel 1985 in Inghilterra per promuovere il buon governo societario e aumentare il voto per delega tra gli investitori istituzionali. ISS è stata acquistata nel 2010 da MSCI e nel 2017 da Genstar Capital e nel 2018 ha acquisito Oekom diventando ISS-Oekom. L'agenzia ha individuato 15 dei 17 obiettivi SDG delle Nazioni Unite definiti nel 2015 (7 nel sociale e 8 ambientali) e fornisce sia una valutazione aggregata che una informazione dettagliata relativa agli specifici obiettivi SDG.

La metodologia sviluppata vuole valutare il portafoglio prodotti e servizi di un'azienda in termini di contributo, per ciascun dei 15 obiettivi individuati, definito come segue:

- i. significativo impatto positivo al raggiungimento dell'obiettivo;
 - ii. limitato impatto positivo al raggiungimento dell'obiettivo;
 - iii. nessun impatto né positivo né negativo;
 - iv. limitato ostacolo al raggiungimento dell'obiettivo.
 - v. significativo ostacolo al raggiungimento dell'obiettivo.
- d) Sustainalytics (a Morningstar Company): Sustainalytics nasce nel 2009 dalla fusione di diverse organizzazioni di ricerca e viene acquisita nel 2016 dalla società Morningstar multinazionale americana quotata in borsa. Morningstar Sustainalytics fornisce agli investitori misure sull'impatto ambientale e sociale delle aziende. A partire dagli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) delle Nazioni Unite vengono derivati cinque temi ambientali e sociali: sviluppo umano, sicurezza delle risorse, azione per il clima, ecosistemi sani, bisogni di base a cui si aggiunge il tema di governance, leadership e collaborazione. Nel 2019 viene acquisita Ges International. Influenza circa 200 miliardi di dollari di asset in gestione.

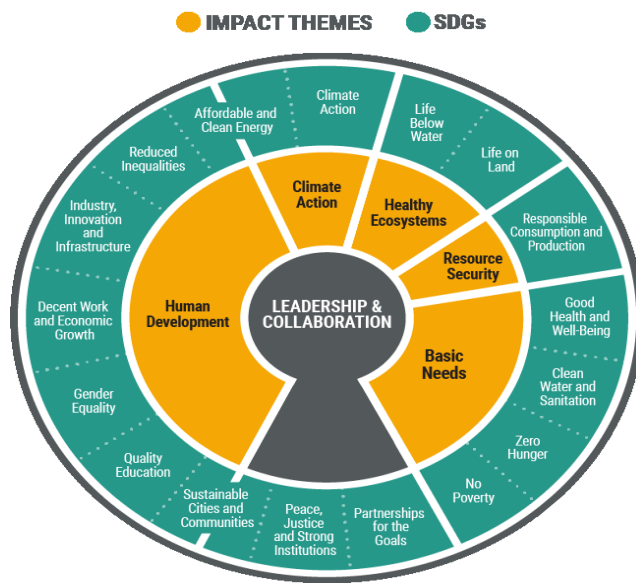


Fig. 2

- e) Standard Ethics³²: è una agenzia di rating con sede a Londra che basa le sue valutazioni sulle indicazioni delle Nazioni Unite 1987 (*soddisfare i bisogni del presente senza impedire alle generazioni future di soddisfare i propri*) oltre a quelle di Onu, Ocse (Organizzazione per la Cooperazione e Sviluppo Economico) e Unione Europea. Opera su richiesta di emissione rating da parte dei clienti che divengono proprietari del report (applicant-pay model o rating solicited). La scala di rating emessa si distribuisce in nove classi differenti (EEE, EEE+, EE+, EE, EE-, E+, E, E-, F) da ottimo (EEE) a senza valutazione (F) che portano la valutazione da “azienda sostenibile” a “azienda non sostenibile”. Utilizza una formula che pesa variabili che considerano la concorrenza, i vincoli che i patti parasociali pongono agli azionisti di minoranza o ai nuovi azionisti, aspetti di governance e i fattori ESG.
- f) REFINITIV: è un fornitore globale americano-britannico di dati e infrastrutture del mercato finanziario. Refinitiv nasce con la vendita di Thomson Reuters del 55 % nella sua unità Financial & Risk (F&R) che faceva capo alla Società ASSET 4 AG, alla società di private equity Blackstone Group LP il 1 ottobre 2018, in un accordo che ha valutato l'attività totale di F&R pari a circa \$ 20 miliardi. Nell'agosto 2019, il London Stock Exchange Group (LSEG) ha acquistato Refinitiv, inclusa la quota di Thomson, valutando la società a \$ 27 miliardi; l'operazione si è chiusa nel gennaio 2021. ASSET 4 AG era stata acquisita nel 2009 da Thomson Reuters e operava dal 2002 con fama di essere la

³² «Standard_Ethics_Company_Presentation_IT.pdf».

fonte più affidabile di informazioni ESG oggettive e complete. Refinitiv raccoglie le informazioni pubbliche disponibili sui siti web aziendali controlla i dati e ne incrocia i contenuti accedendo ad ogni sito con notizie sulle imprese e vi aggiunge i dati finanziari provenienti dalla banca dati prima di Thomson Reuters. L'azienda ha un fatturato annuo di 6 miliardi di dollari con oltre 40.000 aziende clienti in 190 paesi. Consente di confrontare le informazioni ESG di 2600 delle più grandi aziende del mondo, calcolando più di 250 indicatori chiave di prestazione organizzati in 18 categorie predefinite. Fornisce agli investitori istituzionali e ai dirigenti aziendali l'accesso al più grande database al mondo di informazioni ESG.

- g) RobecoSAM (Sustainable Asset Management): RobecoSAM è una consociata di Robeco, società di gestione degli investimenti olandese fondata nel 1929 ed entrambe sono parte del Gruppo Robeco il cui azionista di maggioranza è ORIX Corporation. Dal 1999 RobecoSAM effettua la valutazione annuale della sostenibilità specifica di settore che è alla base del Dow Jones Sustainability Index (DJSE); per questo invita a partecipare alla valutazione le 2.500 società più grandi al mondo. Le società vengono valutate con un punteggio tra 0 e 100 sulle tre dimensioni ESG e il 10% delle società con punteggio più alto in ciascun settore sono inserite nell'indice "DJSE World". Il punteggio è assegnato valorizzando gli aspetti ESG che creano valore economico anche in prospettiva a lungo termine. Si basa sull'esperienza degli analisti che correlano i fattori economici, sociali e ambientali con la performance finanziaria. La valutazione considera il settore di attività arrivando a valorizzare per una azienda con processo produttivo gli sforzi per gestire le emissioni di carbonio e per i fornitori di servizi finanziari la valutazione considera la capacità di offrire schemi di finanziamento che incoraggino la transizione verso una economia sostenibile. Il rating assegnato considera l'importanza che i diversi fattori ESG hanno per il settore in cui opera l'impresa (sicurezza del lavoro per una banca ha un peso inferiore che non per una azienda produttiva) ponderandoli in modo diverso.

Ciascuna Agenzia segue una propria metodologia per arrivare ad assegnare un rating ESG alle società coperte, ma tutte sono accomunate dall'utilizzo del concetto di "materialità" per esprimere il rating.

Secondo le linee guida del GRI (Global Reporting Initiative), ovvero lo standard più adottato per elaborare il reporting di sostenibilità, si definiscono aspetti materiali quelli che tra gli aspetti economici, ambientali e sociali assumono particolare rilevanza e sono alla base delle valutazioni

e decisioni che gli stakeholder effettuano. In altre parole, la materialità indica la **rilevanza** (la capacità cioè di influenzare le decisioni economiche) di un certo tema per una determinata azienda. Per analisi di materialità si intende il processo volto ad analizzare e comprendere con chiarezza quali tra tutti i temi relativi all'ambiente, al capitale umano, al capitale sociale, all'innovazione e alla governance aziendale che possono incidere sulla sostenibilità nel tempo del business aziendale, sono significativi per l'azienda e perchè.

Secondo l'IIRC (international Integrated Reporting Council) sono informazioni materiali quelle relative alla capacità dell'azienda di creare valore economico a breve, medio e lungo termine; per IIRC lo scopo del reporting integrato è infatti fornire informazioni a coloro che apportano risorse finanziarie. Gli stakeholder e le loro valutazioni sugli aspetti capaci di influenzare la creazione di valore per l'azienda, sono parte del processo di determinazione della materialità; come bilanciare le informazioni che arrivano dall'azienda e quelle dagli stakeholder è un punto debole del processo.

Per colmare la disconnessione informativa tra l'informazione finanziarie e quella di sostenibilità è stata costituita nel 2011, SASB³³ (Sustainability Accounting Standards Board) organizzazione americana no profit che ha elaborato gli standard per la divulgazione di informazioni sulla sostenibilità finanziariamente rilevanti attraverso l'individuazione di criteri che identificano il sottoinsieme di questioni ambientali, sociali e di governance più rilevanti per le prestazioni finanziarie in 77 settori; in ambito finanziario il suo equivalente è il FASB e in ambito europeo il GRI.

SASB nasce come organizzazione indipendente con l'obiettivo di creare standard di rendicontazione ESG per le società quotate americane da integrare nelle dichiarazioni alla SEC (Securities and Exchange Commission) l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori; il tentativo di SASB è quello di portare la sostenibilità all'interno della reportistica finanziaria esistente.

BlackRock gigante americano del risparmio gestito, ha condotto una interessante analisi "Sustainable Investing: integrating the UN SDGs in investments" che conclude per una corrispondenza del 70% tra gli SDG³⁴ e i parametri SASB. I forti legami tra le questioni materiali

³³ «10152020-sasb-sec-amac-esg-subcommittee.pdf».

³⁴ Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità. Sottoscritta il 25 settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite, e approvata dall'Assemblea Generale dell'ONU, l'Agenda è costituita da 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – [Sustainable Development](#)

ESG e gli Onu SDG, aiutano gli investitori a capire la rilevanza degli obiettivi per le decisioni di investimento e offrono soluzioni per allineare gli investimenti con lo sforzo collettivo del mondo per porre fine alla povertà, proteggere il pianeta e migliorare la vita di tutti ovunque.

Di seguito, prima di dettagliare le metodologie MSCI e TR, per alcune delle altre Agenzie di Rating individuate prima, si fornisce una sintesi della metodologia adottata per assegnare un rating alle imprese.

“**Moody’s ESG Solutions**”, valuta la materialità (aspetti rilevanti attinenti alla responsabilità sociale) considerando minacce ed opportunità sia per l’azienda che per gli stakeholder (il suo contesto) ponderando tre fattori:

- le aspettative degli stakeholder;
- la vulnerabilità per un dato settore degli stakeholder;
- le categorie di rischio per l’impresa.

“**ISS-Oekom Sustainability Solutions Assessment**”, privilegia l’importanza di preservare le risorse naturali. Nel caso di conflitto nel raggiungimento di obiettivi ambientali, sociali ed economici cerca di valorizzare la ricerca di un equilibrio che ponga al centro l’importanza di mantenere intatte le risorse ambientali. Il successo (il valore dell’azienda) è da valutarsi a lungo termine e deve includere il valore sociale insieme a quello economico.

“**Sustainalytics (a Morningstar Company)**”, si basa sulle linee guida GRI abbinate agli obiettivi UN SDG. Considera il collegamento tra la competitività dell’azienda e la sua “impronta” ambientale e sociale. Si pone due quesiti: quanto forte è il collegamento tra opportunità di mercato e istanza ambientale e sociale e quanto forte è l’evidenza di collegamento. Vengono poi offerti dalla Morningstar valutazioni dei portafogli di investimento assegnando loro un rating che è la media ponderata dei punteggi ESG dei singoli asset normalizzati a livello di singola impresa.

i. Metodologia MSCI³⁵

Si è argomentato sulla necessità di poter valutare quanto le imprese siano attente ai fattori ESG ovvero siano convinte della necessità di perseguire il proprio business considerando gli interessi di tutti gli stakeholder e quindi occupandosi con la propria azione di rispettare, tra gli altri, il tema

[Goals, SDGs](#) – inquadrati all’interno di un programma d’azione più vasto costituito da 169 *target* o traguardi, ad essi associati, da raggiungere in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030.

³⁵ «2022 - MSCI ESG Ratings Methodology.pdf».

della scarsità delle risorse naturali, dell'importanza di disporre di una ottima governance, della gestione globale della forza lavoro sia essa parte dell'impresa o inclusa nella catena del valore e del panorama normativo in evoluzione.

MSCI (Morgan Stanley Capital International) adotta una metodologia di valutazione che valuta sia i rischi che le opportunità che i fattori ESG pongono alla specifica impresa considerando il settore di appartenenza.

La metodologia quantifica la “materialità” di ciascuna minaccia o opportunità ESG, come il costo che l'impresa nel medio-lungo periodo rischia di sostenere in conseguenza del verificarsi della minaccia individuata; allo stesso modo valuta i vantaggi che un fattore ESG può costruire per una impresa (opportunità nella tecnologia pulita per l'industria delle energie rinnovabili).

Il modello “MSCI ESG Ratings” cerca di rispondere a quattro domande chiave sulle aziende:

- quali sono i rischi e le opportunità ESG più significativi per l'azienda e il suo settore ?
- Quanto è esposta l'azienda a quei rischi e/o opportunità chiave ?
- In che misura l'azienda gestisce i rischi e/o le opportunità chiave ?
- Qual'è il quadro generale dell'azienda e come si confronta con i suoi “industry peer” ?

Il “settore” e gli “industry peer” sono fondamentali per condurre correttamente il processo di valutazione ESG e per questo MSCI adotta lo standard di classificazione GICS³⁶ (Global Industry Classification Standard) arrivando ai fini ESG ad utilizzare la classificazione più fine (sub-industry). La valutazione è effettuata assegnando a ciascuno dei tre fattori E/S/G un certo numero di aspetti chiavi su cui valutare la materialità per l'impresa e quindi determinare una valutazione: per MSCI si tratta di 35 punti chiave: 13 sul lato ambientale, 16 su quello sociale e 6 sulla

³⁶ GICS è l'acronimo di Global Industry Classification Standard, termine che fa riferimento a dei precisi standard di classificazione settoriale introdotti nel 1999 da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's. Si tratta in altre parole di un insieme di regole messe in atto per assegnare le aziende ad uno specifico settore economico e gruppo industriale che meglio definisce le loro operazioni commerciali. Il fine di tutto ciò è quello di stabilire un criterio globalmente accettato per la classificazione settoriale delle imprese, allo scopo di fare un po' di ordine, agevolando la comparazione di società concorrenti. La logica di tale classificazione prevede che ogni impresa venga inserita all'interno di un preciso settore in funzione del proprio core business, individuato attraverso precisi criteri d'analisi, tra i quali il principale consiste nell'individuazione del settore da cui proviene il grosso dei ricavi. GICS sul lato pratico è un sistema impostato su 4 livelli, che parte dal settore generale per scendere via via verso il sottosectore più specifico. In particolare esso identifica sistematicamente ogni azienda per: settore, gruppo industriale, industria e sottosectore. Conseguentemente si tratta di uno strumento utile per identificare i concorrenti di un'azienda nello stesso settore. La struttura GICS riflette lo stato attuale delle industrie nei mercati d'investimento globali. Per assicurare che essa rimanga pienamente rappresentativa della situazione odierna, ogni anno MSCI e S&P conducono una revisione di tale classificazione. Negli anni un insieme di cambiamenti ha comportato l'aggiunta, l'eliminazione o la ridefinizione di sottosectori, industrie, gruppi industriali e settori. Attualmente la struttura GICS è formata da: 11 settori, 24 gruppi industriali, 69 industrie e 158 sottosectori.

governance (vedi Figura 3). Come detto si valuta l’esposizione in termini di rischi e opportunità insieme anche alla gestione che l’impresa pone in essere per fronteggiarli. Il rating che si ottiene è normalizzato rispetto al settore industriale di appartenenza associando il punteggio minimo (0) e massimo (10) in un range compreso tra i due percentili 2,5 e 97,5; la scala dei punteggi è quindi associata al rating espresso da AAA (massimo per punteggi tra 8,6 e 10) a CCC (minimo per punteggi da 0 a 1,3).

3 Pillars	10 Themes	35 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions	Financing Environmental Impact
		Product Carbon Footprint	Climate Change Vulnerability
	Natural Capital	Water Stress	Raw Material Sourcing
		Biodiversity & Land Use	
Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste	Electronic Waste	
	Packaging Material & Waste		
Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech	Opportunities in Renewable Energy	
	Opportunities in Green Building		
Social	Human Capital	Labor Management	Human Capital Development
		Health & Safety	Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality	Privacy & Data Security
		Chemical Safety	Responsible Investment
Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	Health & Demographic Risk	
	Community Relations		
Social Opportunities	Access to Communications	Access to Health Care	
	Access to Finance	Opportunities in Nutrition & Health	
Governance	Corporate Governance	Ownership & Control	Pay
		Board	Accounting
	Corporate Behavior	Business Ethics	Tax Transparency

Fig. 3

Gli indicatori vengono considerati o meno a seconda del fatto che abbiano una significativa probabilità di trasformarsi in costi o in profitti per l’impresa in analisi; ciascun tema ambientale e sociale contribuisce allo score ESG totale per un valore massimo del 30% con un peso che è legato all’importanza che esso riveste per lo specifico settore. Il peso è assegnato sia verificando il livello del contributo agli impatti sociali e ambientali dato dall’impresa che ai tempi in cui si stima di potrebbe materializzare il rischio. Nel caso di alto impatto in tempi brevi si raggiungerebbe un peso tre volte maggiore che nel caso di basso impatto in tempi lunghi.

Quanto sopra è quindi rapportato alla gestione del rischio effettuata dall’impresa che è in grado di mitigare l’esposizione alla minaccia secondo una funzione che associa irrilevanza (basso rating) alle situazione con alta esposizione e bassa gestione, mentre assegna il massimo contributo (alto rating) con alta gestione anche se con alta esposizione.

Nelle figure sotto il “punteggio” è rappresentato dal “Key Issue Score”. Nella valutazione della gestione del rischio esso si determina incrociando l’esposizione (in ascissa) con il livello di gestione (in ordinata): alte esposizioni con alta gestione restituiscono un alto punteggio.

Nella valutazione delle opportunità il Key Issue Score è determinato percorrendo la curva con il valore di management score associato all'impresa con il livello di esposizione (in ascissa); nel caso di bassa esposizione i punteggi dipendono dalla gestione con una variabilità limitata rispetto al caso di alta sensibilità dove in base alla gestione si può assumere un punteggio tra 0 e 10 nella valutazione del fattore ambientale e sociale.

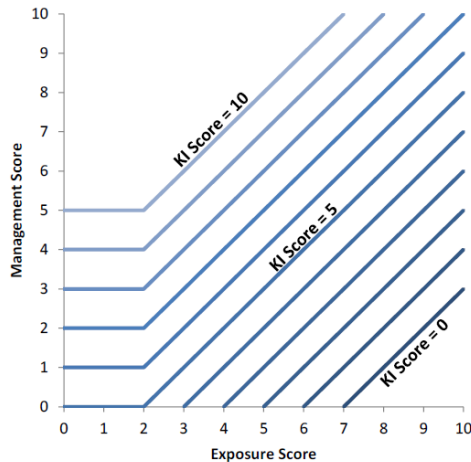


Fig. 4 – Esposizione e gestione del rischio

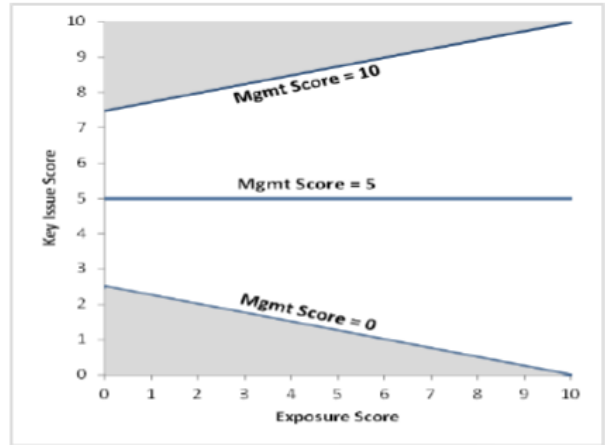


Fig. 5 – Esposizione e gestione delle opportunità

		Expected Time frame for Risk/Opportunity to Materialize	
		Short-Term (<2 years)	Long-Term (5+ years)
Level of Contribution to Environmental or Social Impact	Industry is major contributor to impact	Highest Weight	
	Industry is minor contributor to impact		Lowest Weight

Fig. 6 - Pesi e tempistica della materialità - MSCI ESG Ratings Methodology - Executive Summary - June 2022

Da novembre 2020, il peso del “pillar” di Governance è determinato per tutte le sotto-industrie GICS assumendo una valutazione “High Contribution / Long Term” e “Medium Contribution / Long Term” rispettivamente su Corporate Governance e Corporate Behaviour (etica e anticorruzione); il massimo peso del pillar governance sul rating ESG è limitato al 33%. Il Governance Pillar Score è una valutazione assoluta della governance di un'azienda che utilizza una scala 0-10 universalmente applicata. Ciascuno dei punteggi del pilastro di governance sono calcolati in modo indipendente sulla base di un “approccio basato sulla deduzione” in cui i punti vengono detratti da un "10 perfetto" sulla base della distanza dalla situazione ideale.

La valutazione MSCI considera anche le “controversie” ovvero le situazioni in cui l'azienda ha subito un risvolto sanzionatorio o legale o anche proteste della comunità locale o denunce di comportamenti discriminatori; l'analista valuta se le controversie sono classificabili come eventi

isolati o al contrario si tratta di questioni strutturali valutandone la significatività e il relativo impatto economico per l'impresa nel medio termine.

ii. Metodologia di Thomson Refinitiv³⁷

La metodologia Thomson Refinitiv (TR) si differenzia dalla metodologia MSCI, essenzialmente per la valutazione delle controversie e perché non adotta la valutazione rischi/opportunità con la “gestione dell'esposizione” a mitigazione del rischio e amplificazione dell'opportunità.

Le controversie vedono TR effettuare una specifica valutazione con punteggio massimo pari a 100. Al termine dell'assegnazione del rating ESG (anch'esso con valore massimo 100) si determina il rating ESGC (ESG Combinato) con la valutazione delle controversie: se il rating delle controversie supera il rating ESG, quest'ultimo è confermato in caso contrario ESGC sarà ottenuto come media dei due.

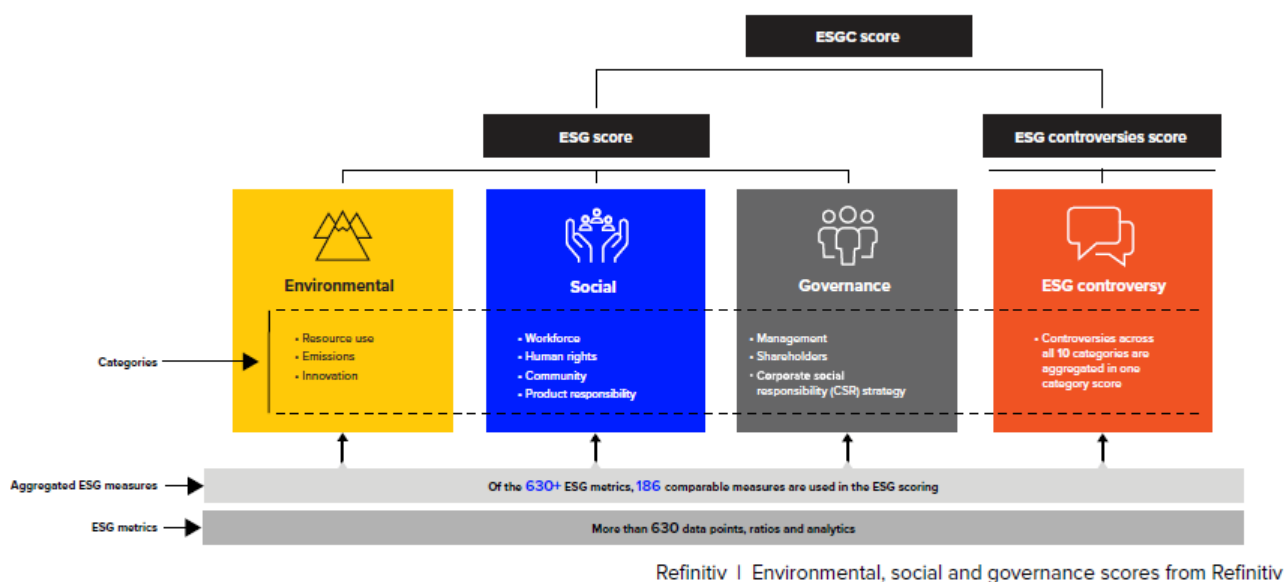


Fig. 7

L'ulteriore differenza è nella granularità dello score che è maggiore per TR che assegna 12 livelli di rating da A+ (massimo corrispondente ad un punteggio normalizzato compreso tra 0,917 e 1) a D- (minimo con punteggio normalizzato compreso tra 0 e 0,083); da A+ si passa ad A e quindi ad A- e così anche per gli altri score.

³⁷ «refinitiv-esg-scores-methodology.pdf».

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	




Fig. 8

TR dispone di un database con valutazioni che coprono l'80% della capitalizzazione di borsa, 12.000 aziende pubbliche e private in tutto il mondo, 630 metriche ESG elaborate e dati disponibili a partire dal 2002.

TR costruisce lo score attingendo le informazioni da fonti pubbliche e dai documenti ufficiali della società costruendo 630 indicatori ESG normalizzando i dati con le performance di settore per quanto al "pillar" E ed S e considerando il Paese di appartenenza per quanto al pillar G. Le fonti sono i siti internet della Società, i dati ufficiali di bilancio, le percezioni di mercato, i siti delle organizzazioni specializzate in ESG, quanto disponibile in termini di rendicontazione in materia di sostenibilità d'impresa.

TR individua per ciascun pilastro E/S/G le categorie di analisi (10 in totale) a cui si associano un totale di 186 metriche delle 630 disponibili, come segue:

- ENVIRONMENT: Resource use (20 metriche), Emission (28 metriche), Innovation (20 metriche);
- SOCIAL: Workforce (30 metriche), Human rights (8 metriche), Community (14 metriche), Product responsibility (10 metriche);
- GOVERNANCE: Management (35 metriche), Shareholders (12 metriche), CSR strategy (9 metriche).

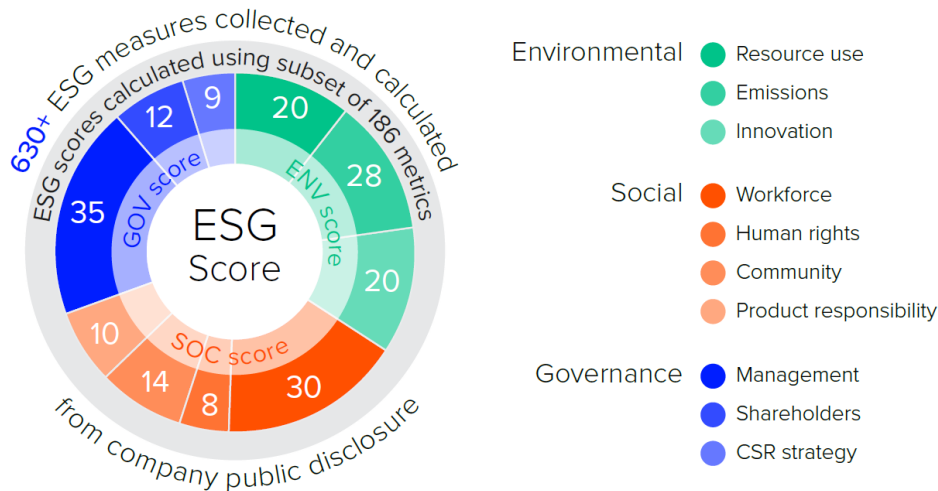


Fig. 9 - Metodologia Refinitiv Maggio 2022

I principi di calcolo dello score ESG effettuato da TR si basano su:

- ponderazioni di materialità per ogni indicatore, riferito alla specifica industria con scala da 1 a 10;
- stimolazione della trasparenza: lo score è basato sui dati pubblici comunicati dall'impresa. Nel caso l'impresa ometta un dato poco rilevante lo score non ne risente al contrario per dati con alta materialità (alta rilevanza per la tipologia di industria);
- controversie: si opera verificando il costo del mancato rispetto degli impegni di cui alla CSR dichiarata, amplificando l'impatto delle controversie significative sullo score ESG;
- benchmark di settore e Paese (pillar G) per garantire il confronto tra i "peer";
- assegnazione score ESG basata su ordinamento percentile all'interno dei peer di settore.

Ciascuna categoria delle 10 presenti nella metodologia TR, contribuisce alla costruzione dello score in base alla numerosità delle metriche ad essa associate rispetto al totale di queste: così ad esempio l'utilizzo delle risorse (categoria "resource use" all'interno del pillar "Environment") parteciperà per il 10,8% allo score totale perché è costituito da 20 indicatori su di un totale di 186.

Con lo stesso criterio si arriva a determinare il peso complessivo dei "pillar" E/S/G: quindi il "pillar E" pesa per il 36,67%, il "pillar S" per il 33,33% e il "pillar G" per il 30,00%.

TR acquisisce e calcola, come sopra ricordato, oltre 630 misure ESG di cui un sottoinsieme di 186, tra i maggiormente comparabili e con impatto materiale maggiore per settore, viene utilizzato per la valutazione complessiva dell'azienda dalla metodologia TR. Le controversie

hanno invece alla base del calcolo di impatto 23 indicatori che si raccolgono in quattro tematiche relative alla dimensione sociale (responsabilità sul prodotto, comunità locali, diritti umani, dipendenti), due alla dimensione governance (gestione aziendale e azionisti) ed una relativa alla dimensione ambientale (utilizzo delle risorse).

Gli indicatori riferiti ai pilastri ESG sono raggruppati in 10 categorie come sopra presentato che sono associate ai tre pillar relativi e riflettono la performance, l'impegno e l'efficacia ESG dell'azienda sulla base di informazioni pubblicamente riportate. Lo score di ciascun pilastro E ed S è una somma relativa dei pesi delle categorie, che variano per settore di impresa per le categorie ambientali e sociali. Per il pilastro associato alla governance, i pesi rimangono gli stessi in tutti i settori e sono basati sulle 23 metriche dette con informazioni disponibili pubblicamente.

Si arriva prima alla determinazione dello score ESG tenendo conto che il peso associato dipende da:

$$\text{score} = \frac{\text{no. of companies with a worse value} + \frac{\text{no. of companies with the same value included in the current one}}{2}}{\text{no. of companies with a value}}$$

in questo modo si valorizza in misura maggiore l'eccezione costituita dall'impresa rispetto alle altre: ad esempio se nessuna impresa è peggio della nostra il peso è 0,5 mentre se tutte le altre imprese sono peggio della nostra il peso è 1.

Al punteggio ESG si aggiunge lo score sulle controversie e si arriva allo score combinato ESGC.

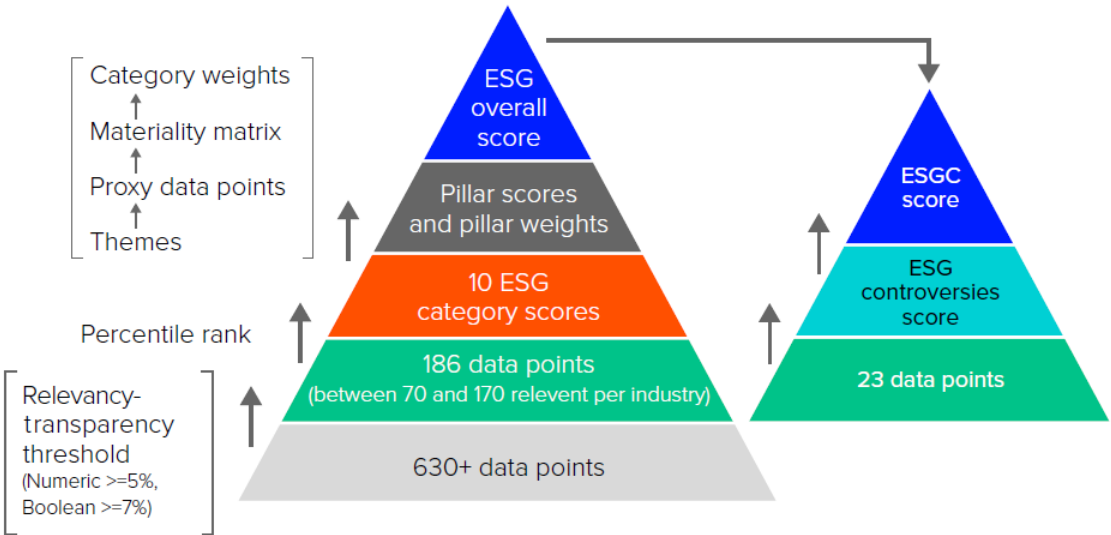


Fig. 10

e) Confronto tra le metodologie MSCI e Thomson Refinitiv

Approfondendo le metodologie MSCI e TR si è potuto verificare come operino i valutatori per arrivare ad assegnare uno score ESG che tenga conto sia degli aspetti specifici dell'impresa che quelli sistematici del settore e del paese in cui opera l'impresa. Confrontando tra loro le categorie in cui MSCI e TR concentrano la valutazione si evidenzia come nel pillar E si individuino delle sovrapposizioni che poi calano nel pillar S e soprattutto in quello G.

Nella tabella sotto si confrontano le due metodologie sui temi di analisi su cui queste operano. Sulla E non sorprende trovare la maggiore convergenza essendo il tema dibattuto da più tempo ed essendo molto più diffusa e comune la sensibilità anche in forza del lavoro svolto a più livelli dalle organizzazioni europee e internazionali; inoltre la misurabilità delle azioni in ambito ambientale poste in essere dalle imprese è oggettivamente misurabile con la conseguenza di una più facile convergenza delle diverse valutazioni.

PILLAR	MSCI	TR
E	Cambiamento climatico	
	Risorse naturali	Utilizzo delle risorse
	Inquinamento e rifiuti	Emissioni
	Opportunità ambientali	Innovazione
S	Capitale umano	Lavoratori
	Responsabilità sul prodotto	Responsabilità sul prodotto
	Contrasti con gli stakeholder	
	Opportunità sociali	Comunità locali
		Diritti umani
G	Corporate governance	
	Condotta aziendale	Gestione aziendale
		Azionisti
		Strategia di CSR

Sulla "S" rispetto alla "E" vi sono maggiori differenze: ad esempio MSCI analizza i contrasti con gli stakeholder e TR vi oppone invece di diritti umani. Sulla G si originano le principali

differenze con MSCI orientata alle valutazioni più classiche in ambito governance (struttura del board e politiche di remunerazione) contro TR che vi inserisce l'attenzione agli azionisti (ad esempio ugual trattamento a tutti e garanzie anti take over) e la valutazione delle strategie CSR.

Oltre alle differenze sui temi associati ai pillar, i due metodi si differenziano per le modalità di calcolo dello score: MSCI valuta rischi e opportunità sulla base della rilevanza per l'impresa combinati con la gestione che di essi fa l'impresa. TR attribuisce i punteggi sulla base dei 186 criteri con un peso tra i pillar legato al numero di criteri ad esso riservati rispetto al totale, con una valutazione percentile del peso associato; inoltre valuta anche le controversie e determina uno score complessivo combinato ESGC.

Per quanto alle modalità di ponderazione delle rilevazioni MSCI opera considerando due dimensioni: la "tempistica di materializzazione" e il "livello di impatto" della minaccia/opportunità, assegnando inoltre pesi diversi a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. TR invece effettua l'assegnazione dello score tra i diversi pillar secondo un approccio di media aritmetica basata sul numero di criteri appartenenti ad ogni pillar.

Il risultato è che difficilmente si trova una convergenza tra gli score ESG prodotti dalle due metodologie.

In uno studio condotto³⁸ su 16.366 osservazioni di dati associati a 1063 imprese quotate dal 2002 al 2016 presenti in 18 paesi diversi, si è individuata una correlazione positiva pari 0,37 tra gli score prodotti dalle due metodologie; andando più in dettaglio e analizzando la correlazione tra i singoli pillar si determina come la correlazione con la E sia la maggiore e pari a 0,36 mentre quella per la S passa 0,22 e quella sulla G a 0,15 a conferma di quanto empiricamente evidenziato dal confronto in tabella.

Si conclude così che le componenti sociali e di buon governo societario sono meno oggettivamente qualificabili e misurabili di quelle ambientali e questo conduce ad una differente valutazione dello score ESG effettuato dalle due Agenzie.

f) Complessità dell'analisi ESG e aspetti critici

L'analisi non finanziaria in questi ultimi anni ha visto uno sviluppo notevole essendo ormai una realtà la finanza sostenibile, le normative europee e internazionali che impongono attenzione alla sostenibilità e la consapevolezza di gran parte delle persone nell'importanza di porre al centro

³⁸ «Giudice and Gubelli - Sostenibilità una valutazione su misura per le PM.pdf».

delle policy delle imprese le tematiche ambientali, sociali e di governance (l'Impresa è un valore per la Società ma anche la Società deve essere un valore per l'Impresa).

Questa nuova sensibilità origina per le imprese minacce e opportunità che vanno dominate e gestite e insieme alla necessità di comunicare i progressi fatti con la conseguenza di assegnare un ruolo sempre più importante alle agenzie di rating a cui sia le imprese che i finanziatori si rivolgono. Le agenzie di rating sono così chiamate a dotarsi di processi sempre più efficienti e standardizzati di valutazione del rating ESG, insieme alla necessità di coprire con la valutazione un numero sempre maggiore di imprese; situazioni che inevitabilmente richiedono l'integrazione tra loro o con acquisizioni o attraverso la costituzione di partnership.

Anche se queste tendenze conducono ad una standardizzazione delle metodologie di valutazione delle imprese, continuano a non essere comunicate con trasparenza le modalità di calcolo del rating insieme agli indicatori misurati, le modalità con si effettua la ponderazione delle misurazioni effettuate (alcune agenzie compensano i bassi punteggi di un pillar con quelli alti di un altro). Il problema è più sentito nelle dimensioni "S" e "G" dove vi è minore condivisione su cosa è rilevante (materiale) e su come determinarne una valorizzazione.

In questo scenario di difficoltà, alcuni autori³⁹ arrivano a criticare i fattori ESG, ritenendoli diventati elemento discriminante e non premiale verso le imprese che intraprendono un percorso di sostenibilità.

Ciò che appare certo è che le metriche devono essere adeguate all'evoluzione della Società che con il tempo richiede di integrare in tutti e tre i pilastri della sostenibilità, nuovi temi.

Nel settore ambientale tra il 2008 e il 2018 si sono aggiunte alle esternalità ambientali e alle emissioni di inquinanti in aria, le emissioni di CO2, le risorse idriche e la gestione dei rifiuti.

In ambito sociale si è passati dalla richiesta di formazione per il personale, dal rispetto dei diritti umani e dai rapporti con la comunità, alla sicurezza degli ambienti di lavoro, alle relazioni con i dipendenti, alla qualità del lavoro e all'attenzione del cliente.

Per quanto alla governance si è passati dalla costituzione del board, dalle politiche retributive del management e dalla composizione dei comitati manageriali, alla trasparenza, ai presidi anticorruzione e alla compliance in generale.

³⁹ Taylor, Vithayathil, e Yim, «Are Corporate Social Responsibility (CSR) Initiatives Such as Sustainable Development and Environmental Policies Value Enhancing or Window Dressing?»

A brevissimo ci si dovrà preoccupare anche di aggiungere il rischio emergente della sicurezza dei dati e delle informazioni così come la capacità di valutare correttamente in termini ESG anche le piccole e medie imprese oggi danneggiate dai metodi di valutazione basati sui dati pubblici disponibili poiché in genere le PMI non sono strutturate per fornirli e non sono coinvolte dalle normative di legge che impongono di produrre documentazione non finanziaria.

Uno studio⁴⁰ ha esaminato un campione di 40 società mid-small cap (capitalizzazione di mercato inferiore ai 250 milioni di euro) domandando a queste quali modalità di relazione avevano con le agenzie di rating e come valutavano la congruità del giudizio ottenuto. Si è rilevato come disponessero, quando disponibile, di un basso rating ESG con basso rapporto con le agenzie e con rating spesso prodotto a “insaputa” delle imprese; vero che erano state informate di report in produzione e dei dati utilizzati per produrlo ma l’assenza di un processo interno su tali temi aveva condotto a non dare seguito all’informativa.

Circa il rating ottenuto, la maggior parte delle imprese lo riteneva non congruo con probabile causa legata all’assenza di procedura nell’impresa che informino il mercato; solo 11 società su 40 ha dichiarato di pubblicare sul sito le policy ESG adottate, nonostante tutte le imprese abbiano dichiarato di esserne dotate (la metodologia TR in caso di dato assente fa ricadere una penalizzazione sullo score ESG dell’impresa se si riferisce a punto chiave con materialità elevata).

Sulla G la maggiore penalizzazione è l’assenza di una strategia sulla CSR: il 70% delle società non la include nel proprio piano strategico.

Lo studio si spinge sino a valutare per le imprese dotate di policy ESG quale impatto si poteva manifestare nello score ESG se questa fosse stata comunicata, valutando come questo fosse più basso di quanto atteso in media del 5,6%. Una attenta valutazione effettuata circa la presenza di azioni ESG poste in essere dalle PMI valuta che se fossero misurate dalle agenzie di rating condurrebbero ad un miglioramento del rating dell’8,25%.

Lo studio termina auspicando da un lato che le PMI si strutturino in misura maggiore per la gestione della sostenibilità e la sua comunicazione e dall’altro che i sistemi di valutazioni delle agenzie di rating evolvano verso soluzioni “calibrate” anche a misura di PMI, con un impatto nel miglioramento del rating ESG delle PMI atteso attorno all’11,30%.

⁴⁰ Giudice e Gubelli, «Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI».

g) La relazione tra Corporate Social Performance e Corporate Financial Performance.

Sono sempre di più le Società che dimostrano interesse per il “reporting di sostenibilità”; secondo KPMG e la sua indagine annuale sulla rendicontazione della responsabilità sociale in pubblicazione dal 1993, nel 2011 il 95% della 250 maggiori aziende mondiali comunica i propri rapporti di sostenibilità (nel 2020 si è arrivati al 96%)⁴¹ con un trend in forte crescita dal 2005 al 64%.

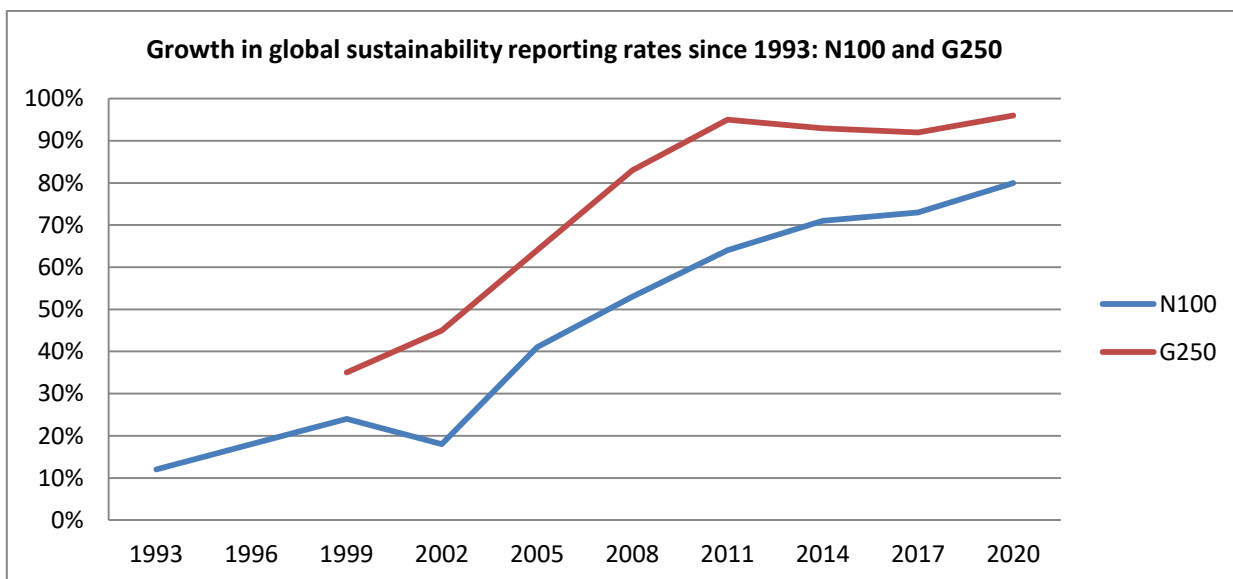


Fig. 11

L'N100 si riferisce a un campione mondiale di 5.200 aziende; comprende le prime 100 società per fatturato in ciascuno dei 52 paesi e giurisdizioni esaminati nello studio. Queste statistiche N100 forniscono un'ampia panoramica della rendicontazione sulla sostenibilità tra le grandi e medie imprese di tutto il mondo.

Il G250 si riferisce alle 250 più grandi aziende del mondo per fatturato, come definito nella classifica Fortune 500 del 2019. Le grandi aziende globali sono in genere leader nel reporting di sostenibilità e la loro attività di reporting spesso consente di identificare un trend dell'adozione molto più diffusa dell'adozione di questo report.

La pressione che gli stakeholder e la società in generale, esercitano sulle aziende affinché rendano conto delle loro prestazioni di sostenibilità aziendale (CSP) è crescente, poiché al pari della performance finanziaria (CFP) viene considerata fondamentale per creare un vantaggio competitivo.

⁴¹ «2020 - The Time Has Come The KPMG Survey of Sustainability.pdf».

Quanto alla relazione tra performance sociale e risultato economico aziendale, la maggior parte delle ricerche collega tra loro la CSR e la CFP arrivando a conclusioni contraddittorie tra chi trova una relazione positiva, chi negativa e chi neutra.

La connessione invece tra CSP e CFP non vede ancora una sufficiente disponibilità di ricerche accademiche; uno studio condotto nel Regno Unito⁴² ha osservato la reazione del mercato a notizie positive o negative relative ai risultati ambientali dell'impresa, riscontrando una reazione rallentata specialmente alle notizie negative: è come se la CSP agisca come "assicurazione" per l'impresa proteggendola da scossoni improvvisi di fronte a passi falsi sulla responsabilità sociale.

Altri autori⁴³ hanno cercato una correlazione tra CSP e rendimenti azionari (che potremmo ritenere una misura della CFP) rilevando che a punteggi maggiori di performance sociale corrispondevano risultati reddituali inferiori; concludevano così come necessario non disporre di un solo indicatore sintetico della CSP ma che poter valutare separatamente i diversi impatti sociali di una azienda sarebbe stato maggiormente utile a valutare gli impatti di questi sui rendimenti finanziari.

All'insuccesso delle ricerche tese a trovare una correlazione tra CSP e CFP sia il fatto che poche di queste hanno utilizzato misure di performance sociale appropriate come ad esempio il Dow Jones Sustainability Index (DJSI), sia perché talvolta gli "outcome" (impatti) dei processi di CSP non sono facilmente osservabili: esistono quindi in primo luogo problemi metodologici.

Vi è inoltre un problema teorico nello stabilire precise relazioni tra specifiche misure di CSP da un lato e di performance finanziaria dall'altro.

E' inoltre in questo contesto fondamentale associare una definizione alla CSP: essa può essere intesa come l'insieme dei "danni e dei benefici che emergono dall'interazione dell'organizzazione economica con il suo ambiente di riferimento" (Wood, 2010), siano essi di natura sociale, culturale, legale, politica economica e ecologica.

L'assunto morale implicito in questa interpretazione di CSP è che l'impresa dovrebbe prefiggersi l'obiettivo di aumentare quanto di positivo viene prodotto dalle sue attività e di diminuire o eliminare le negatività frutto delle stesse o di altre attività.

⁴² «An Analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information».

⁴³ «Corporate Social Performance and Stock Returns - UK evidence from disaggregate measures.pdf».

Quindi ad oggi una teoria generale che spieghi la relazione tra rendicontazione sociale e prestazioni finanziarie, non c'è; interessante appare l'analisi di Perrini che nel 2012⁴⁴ propone un modo per leggere il legame tra CSR, CSP e CFP.

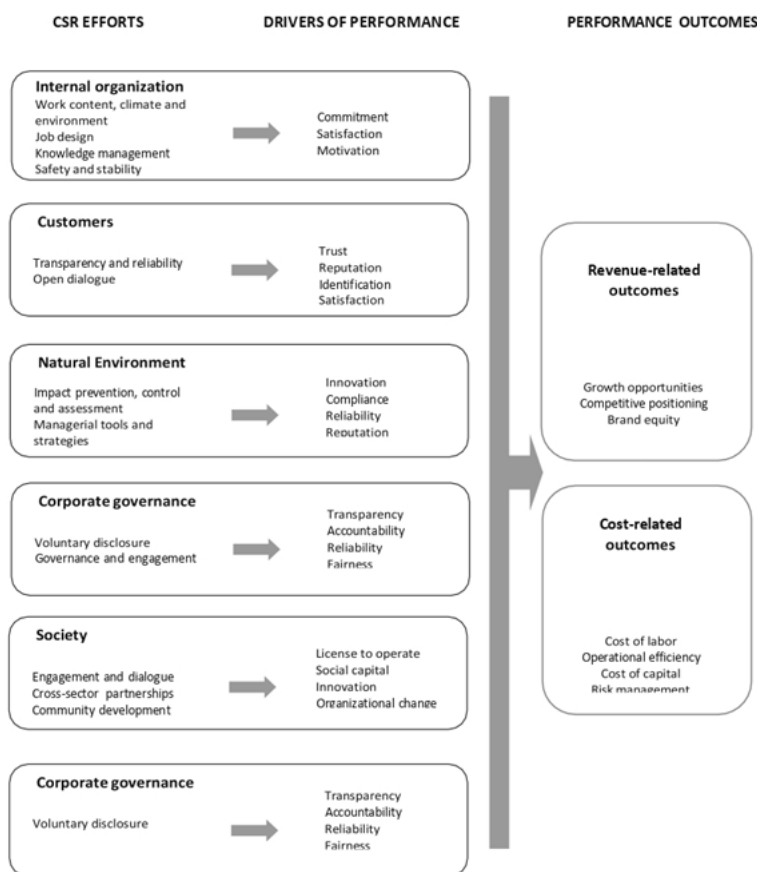


Fig. 12

A partire dai “CSR efforts” (individuati nell’organizzazione interna, nei clienti, nei fornitori, nel contesto sociale in cui si opera, nell’ambiente e nella corporate governance) propone dei “drivers of performance”⁴⁵ (ad es. commitment, soddisfazione, motivazione per l’organizzazione interna) e quindi dei “performance outcomes” legati all’incremento dei ricavi e alla riduzioni dei costi. Il modello sopra presentato, come molti, è basato sulla teoria degli stakeholder intesi come qualunque gruppo o individuo che può influenzare o essere influenzato dagli obiettivi dell’organizzazione.

Altro elemento importante da considerare come prodotto della CSP è la reputazione aziendale che è considerata come la risorsa immateriale più importante capace di fornire un vantaggio

⁴⁴ «Perrini2011_Article_DeconstructingTheRelationshipB.pdf».

⁴⁵ Quasi fossero delle “proxy” della CSP.

competitivo duraturo poiché in grado di migliorare le relazioni con gli stakeholder. La CSP in sintesi misura il risultato delle azioni volontarie in ambito sociale intraprese dalle aziende in termini di impatti sulle varie categorie di stakeholder; si tratta dei risultati ottenuti nel percorso di massimizzazione del benessere oltre che dell'azienda di tutti gli stakeholder. La CSP è possibile leggerla come una risorsa rara per l'azienda capace di creare un vantaggio competitivo.

Quanto alla volontarietà, si consideri che gli stakeholder hanno la possibilità di sviluppare pressioni verso i manager perchè investano nella responsabilità sociale, ovvero si concentrino sugli impatti negativi prodotti dalla propria attività ed operino per ridurli.

Per consentire la lettura agli stakeholder delle attività di responsabilità sociale poste in essere dall'azienda è molto utile per l'impresa essere inclusa in uno di principali indicatori di sostenibilità; al pari delle pressioni degli stakeholder anche l'esclusione dagli indicatori può costituire un incentivo per i manager per entrarvi. L'essere in uno degli indicatori di sostenibilità "comunica" agli stakeholder l'orientamento del management e dell'impresa e genera una aspettativa positiva di risultati futuri il che conduce a ritenere presente nella decisione di perseguire una CSR e ottenere una buona CSP anche una dimensione "endogena" ovvero interna.

Alcune ricerche conducono a rilevare come "esogeno" il perseguimento di una CSP verificando la capacità degli stakeholder di fare pressioni sul management; di solito tali pressioni sono più significative quando le aziende sono molto visibili e le cui attività, buone o cattive, sono al centro dell'attenzione dei media e/o del mercato.

CSP "endogena" o "esogena" è aspetto da considerare quando si cerca di valutare la correlazione tra CSP e CFP; una ricerca (Chiu e Sharfman 2011)⁴⁶ evidenzia che quasi la metà della varianza della CSP è funzione di diverse variabili connesse alla visibilità pubblica dell'impresa: quanto più le aziende sono visibili, tanto più generano livelli elevati di pressioni sulla loro legittimità, a cui sempre più spesso i manager rispondono impegnandosi in azioni socialmente più reattive.

In sintesi, una maggiore visibilità motiva i manager a svolgere attività socialmente più responsabili perché sono sottoposti a un maggiore controllo da parte degli stakeholder dell'azienda e della società.

Anche l'adesione al Global Reporting Initiative (ente internazionale senza scopo di lucro nato con il fine di definire gli standard di rendicontazione della performance sostenibile di aziende e

⁴⁶ «Legitimacy, Visibility, and the Antecedents of Corporate Social Performance - An Investigation of the Instrumental Perspective - Chiu,Sharfman.pdf».

organizzazioni di qualunque dimensione) stabilendo i requisiti minimi della CSP è in grado di comunicare la conformità dell'impresa a questa rendicontazione extra-finanziaria e a far sì che gli stakeholder ne vengano a conoscenza.

Sono poi nate agenzie di rating indipendenti che hanno formulato indicatori di CSP come l'indice Kinder, Lydenberg, Domini meglio noto come FTSE KLD 400 Social Index. Vi è una grande varietà di misure proposte per valutare la CSP di un'impresa e non vi è consenso su quale di esse sia la migliore.

Come detto vi è crescente popolarità degli indici avviati in questi ultimi anni come il Dow Jones Sustainability Index, il FTSE4-Good e il Domini 400 e l'inclusione di una azienda in essi è riconosciuta una misura valida per identificare prestazioni sostenibili alte.

Come già sottolineato le ricerche sulla relazione tra CSR e CFP, conducono a risultati difforni tra loro; secondo Ullman a causa delle diverse metodologie di ricerca e di misurazione della performance. Sono state condotte ricerche con misurazione della CFP associata a misure di rendimento basate sul "mercato azionario" con il riscontro di performance superiori alla media solo per società di elevato profilo sociale⁴⁷; altri studi hanno pesato il rendimento azionario per il rischio non arrivando a individuare alcuna relazione con la CSR⁴⁸.

Alcuni studi valutando la CFP basata sulle prestazioni espresse dalla "contabilità d'impresa", hanno trovato relazioni positive con la CSR anche ponendo nei loro modelli di analisi la longevità delle aziende in analisi⁴⁹.

Quindi è chiaro come accrescano la difficoltà sia di trovare una relazione tra CFP e CSR sia alla loro confrontabilità, anche le valutazioni della CFP basate sul "mercato" o sulla "contabilità" che sono notevolmente differenti tra loro.

Secondo alcuni ricercatori⁵⁰ le misure della CFP basate sulla contabilità toccano solo aspetti storici della performance aziendale, sono sottoposte a distorsioni derivanti dalla manipolazione gestionale e dai differenti contesti normativi alla base delle rilevazioni contabili. Inoltre le prestazioni contabili dovrebbero essere adeguate al rischio d'impresa, al settore industriale e alle altre variabili tipiche del contesto in cui opera⁵¹.

⁴⁷ «choosing-socially-responsible-stocks-moskowitz-1972.pdf».

⁴⁸ Alexander e Buchholz, «Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance».

⁴⁹ «Cochran1984Corporate Social Responsibility and Financial Performance.pdf».

⁵⁰ McGuire, Sundgren, e Schneeweis, «Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance».

⁵¹ Ullmann, «Data in Search of a Theory».

Ecco perché alcuni autori preferiscono adottare misure di performance finanziaria basate sui fondamentali del mercato azionario; questi infatti sono:

- a) meno sensibili alle procedure contabili e agli artifici dei manager
- b) rappresentano la valutazione degli investitori sulla reale possibilità di creare utili futuri.

Nella ricerca accademica si osserva la coesistenza di tre diverse metodologie di misura della CFP:

- 1) misure di performance finanziarie basate sul mercato;
- 2) misure di performance economiche basate sulla contabilità (ROA: Return On Asset, ROE: Return On Equity, EPS: Earning Per Share);
- 3) valutazioni basate sulla percezione degli investitori sulle prospettive economiche dell'impresa.

Come detto nessuna delle tre misure prevale nettamente sull'altra: si passa da quelle contabili che appaiono essere il più oggettive possibili (seppur con i limiti sopra indicati) a quelle sul mercato parzialmente oggettive (o soggettive) a quelle basate sulla percezione che sono in gran parte soggettive.

La scelta dell'una o dell'altra metodologia dipende dall'accessibilità ai dati e dalla caratteristica del settore, ma appare consigliabile combinare i diversi tipi di misura poiché così si è in grado di mediare le debolezze insite in ciascun sistema.⁵²

Interessante è considerare come misura della performance finanziaria, il rischio d'impresa ovvero la volatilità della performance finanziaria; Spicer (1978)⁵³ rilevava come le imprese con performance sociali elevate presentassero volatilità e rischio sistematico inferiore rispetto alle altre imprese. Questo dinamica sarà oggetto di approfondimento nel successivo capitolo.

Orlitzky e Benjamin (2001)⁵⁴ in una analisi di 18 Paesi dal 1978 al 1995, hanno evidenziato un impatto negativo della CSP più marcato sulle misure di rischio di mercato piuttosto che a quelle basate sul rischio contabile.

Non solo quindi focus sulla performance finanziaria ma anche attenzione alla sua variabilità (rischio di impresa) soprattutto in condizioni di mercato con alta volatilità.

⁵² La Rosa et al., «The Impact of Corporate Social Performance on the Cost of Debt and Access to Debt Financing for Listed European Non-Financial Firms».

⁵³ Spicer, «Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study».

⁵⁴ «Corporate Social Performance and Firm Risk - a meta-analytic Review - Orlitzky Benjamin.pdf».

Secondo alcuni autori ⁵⁵ una azienda che integri la CSR nelle proprie strategie è come se si dotasse di una polizza assicurativa a protezione del valore di mercato delle proprie azioni nel caso in cui si manifesti un evento negativo che colpisca l'impresa; i "costi" che l'azienda paga per perseguire una politica CSR sono assimilabili al pagamento di un premio assicurativo ad evitare l'impatto di eventi socio-ambientali negativi sul valore dei mercati. Secondo Pelozo (2006)⁵⁶, la copertura agirebbe anche nel caso di "under performance" aziendale durante periodi di recessione o eventi negativi specifici dell'impresa.

Non mancano in tale scenario alcuni studiosi che ritengono la CSR un costo che distrugge valore aziendale (Hill, 2001)⁵⁷ e altri che ritengano che aderire alla CSR possa essere in realtà una strategia che intende nascondere operazioni controverse, situazione questa che potrebbe indurre gli investitori a valutare la CSR come una ulteriore situazione generatrice di rischio. Quindi da un lato riconoscimento positivo dell'impegno aziendale in attività socialmente responsabili, ma dall'altro attenzione alle situazioni in cui vi sia solo "strategia" dei manager che intendono con la CSR perseguire esclusivamente la riduzione del rischio d'impresa senza garanzia di mantenimento di questo comportamento in futuro.

Inoltre la scelta dei manager di integrare la CSR nelle proprie imprese potrebbe rispondere esclusivamente ad "opportunismo manageriale" (Preston e O'Bannon, 1997 ⁵⁸) che certo conferma la relazione positiva tra CSP e rischio aziendale, ma i manager potrebbero "investire eccessivamente" in attività sostenibili per ottenere il supporto degli stakeholder esterni a spese degli azionisti, poiché comportamento in grado di ridurre la probabilità della loro sostituzione; alla lunga questo comportamento potrebbe però distruggere valore azionario e generare tensioni interne importanti se diretto ad esempio ad una compliance generale e non invece ad agire sui fattori rilevanti (materiali) per l'impresa. (Bouslah et al., 2013 ⁵⁹)

Commentando la mancanza di coerenza dei risultati della ricerca condotte tra CSP e CFP, alcuni ricercatori hanno ritenuto che dovessero essere motivati oltre che da errori di misurazione della performance con una singola dimensione della CSP e ad errori nella costruzione dei modelli di

⁵⁵ Godfrey, Merrill, e Hansen, «The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value».

⁵⁶ Pelozo, «Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance».

⁵⁷ «Thinking about a more sustainable business an Indicators approach.pdf».

⁵⁸ Preston e O'Bannon, «The Corporate Social-Financial Performance Relationship».

⁵⁹ Bouslah, Kryzanowski, e M'Zali, «The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk».

analisi, al fatto che si trascuravano i “fattori di contingenza” del contesto in cui opera una organizzazione. (pag. 116)⁶⁰.

Ad esempio *fattori di contingenza specifici dell’azienda* (“endogeni”) possono essere la “dimensione” dell’impresa: le realtà più grandi hanno maggiori risorse con il risultato che producono un effetto “moderatore” positivo nella relazione tra CSP e CFP (Van Beurden e Gossling, 2008 ⁶¹).

La “proprietà dell’azienda” è un altro attributo che influenza la relazione tra CSP e CFP: se gli azionisti hanno diritti di controllo in eccesso rispetto ai loro diritti patrimoniali, il legame si indebolisce.

La longevità delle aziende è un ulteriore attributo che nelle aziende più giovani produce un effetto negativo sulla relazione in analisi anche se mantenendo nel tempo l’impegno nel perseguire la CSR arriva a cambiare di segno e a produrre effetti positivi.

Altri studi hanno riscontrato un effetto positivo della relazione tra CSP e CFP per quanto riguarda il livello di innovazione ovvero gli investimenti in R&D.

Altra variabile in grado di “moderare” la relazione CSP-CFP è la rendicontazione sociale, ovvero l’informazione fornita agli stakeholder su cosa si è fatto e ottenuto in ambito CSR; alcune ricerche rilevano inoltre come sia maggiormente di effetto la CSP orientata al prodotto rispetto a quella generale.

Vi sono poi da considerare *fattori di contingenza specifici dell’industria*: il settore industriale in cui opera una impresa influenza la relazione tra CSP e CFP, come emerge da alcune ricerche che riconducono ai settori a maggiore crescita la presenza di relazioni positive più frequenti nella associazione tra CSP e CFP.

Altre ricerche hanno concluso che le industrie altamente differenziate, hanno maggiore probabilità di vedere una relazione positiva; allo stesso modo conduce a relazione positiva l’intensità competitiva essendo la CSR in grado di assegnare un vantaggio competitivo.

Infine vi sono *fattori di contingenza territoriale* e tra questi Baing e Chang (2015)⁶² hanno scoperto che le turbolenze del mercato moderano positivamente la relazione in commento.

⁶⁰ Landi, *Sostenibilità e rischio d’impresa: evidenze e criticità dei rating esg*.

⁶¹ van Beurden e Gossling, «The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance».

⁶² Bai e Chang, «Corporate Social Responsibility and Firm Performance».

In conclusione dotarsi di una strategia CSR vede motivazioni nell'impresa che passano da una reale motivazione etica tesa a limitare gli impatti negativi prodotti dall'azienda e ad amplificare i positivi, alla ricerca di consenso nella Società e negli stakeholder per ridurre il rischio di conflitti e costi, alla ricerca di una reputazione considerata come un valore in grado di garantire un posizionamento competitivo all'impresa e una differenziazione di prodotto, alla ricerca di maggiori condizioni di finanziamento ad un migliore rating, sino a motivi opportunistici dei manager per rendere più stabile il loro rapporto con l'azienda.

Come detto è assolutamente non risolto il tema della connessione tra la CSR/CSP e la CFP nonostante innumerevoli ricerche condotte in questi decenni; secondo Landi, mai si era investigato sul collegamento tra la CSP secondo una prospettiva ESG e il rischio finanziario di un impresa.

Giovanni Catullo Landi⁶³ ha quindi effettuato una ricerca per investigare due ipotesi:

- la prima che stabiliva una relazione tra valutazione ESG complessiva ed esposizione al rischio di mercato
- la seconda che le singole dimensioni ESG influenzassero il rischio d'impresa.

Landi ha utilizzato quale campione di osservazione su di un intervallo temporale di cinque anni, 222⁶⁴ società appartenenti allo Standard & Poor 500, il più importante indice azionario statunitense creato nel 1957 che segue l'andamento di un paniere azionario formato dalle 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione. Per ognuna delle 222 società si sono raccolti i rating ESG di cinque anni (2014-2018) sulla base della metodologia dell'agenzia di rating TR (Thomson Refinitiv ex Asset4 AG). Il rischio finanziario è stato misurato con una stima del rischio sistematico (Beta) e specifico, quest'ultimo ottenuto con una misura specifica della volatilità di un titolo.

Gli esiti della ricerca sono stati negativi (correlazione positiva tra rating ESG e rischio sistemico) per quanto alla valutazione complessiva ESG verso l'esposizione sistematica: quindi a maggiore rating ESG corrisponde maggiore rischio sistemico. Meno evidenti le relazioni con il rischio sistemico delle singole componenti ESG; nessuna relazione invece con il rischio specifico.

Le conclusioni appaiono in contraddizione essendo il beta una misura legata alla capacità dell'impresa di poter continuare ad operare in futuro alle stesse condizioni del presente con

⁶³ Landi, *Sostenibilità e rischio d'impresa: evidenze e criticità dei rating esg*.

⁶⁴ Secondo la formula di Slovin con un errore del 5% il campione casuale deve comprendere almeno 222 società.

vantaggio certo nel saper indirizzare il tema della sostenibilità; inoltre appare non coerente con la conclusione di impatto nullo sulla volatilità del titolo che in teoria dovrebbe risentire degli investimenti effettuati dall'impresa per perseguire la propria strategia CSR.

Le ragioni della conclusione dello studio empirico possono ricondursi ai seguenti fattori:

- a) diffidenze tra gli investitori, confusi dall'assenza di una metodologia di misurazione del rating standardizzata e dall'impossibilità di rendere confrontabili le misurazioni effettuate da entità diverse;
- b) necessità di aumentare la trasparenza nella comunicazione fatta dalle imprese al mercato per rispondere alle pressioni degli stakeholder e superare la percezione di comportamento opportunistico dei manager aziendali (rischio di agenzia);
- c) mancanza di un costrutto valido che associ materialità finanziaria al concetto di sostenibilità.

Si ritiene inoltre che il problema principale possa essere ricondotta alla assenza di linee guida univoche circa il cosa misurare e come misurarlo unito poi alla ponderazione sulla base della rilevanza per il settore e la specifica impresa; è chiaro come questo possa condurre ad alterare il significato di alto rating ESG per l'impresa. A questo si potrebbe aggiungere la relativa facilità in passato di ricorrere al greenwashing; in questo potrebbe aiutare una regolamentazione che preveda di sanzionare anche la comunicazione ESG tendenziosa da parte delle imprese.

2. Il valore economico della sostenibilità

Proviamo a riprendere il ragionamento avviato sul finire del capitolo precedente, concentrandoci sugli effetti dei fattori ESG associati all'impresa sul rischio sistemico (di mercato) e specifico (connesso alla specifica impresa) che appare l'ambito più promettente per investigare la presenza di connessione negativa tra rischio e rating ESG.

Abbiamo già avuto modo di definire la sostenibilità come le strategie di impresa volte alla gestione dei rischi ambientali e sociali e dall'altro la capacità di trarre vantaggio delle opportunità presentate da queste nuove sensibilità sociali parte dell'ambiente in cui essa opera. Si aggiungono alle considerazioni di cui sopra una governance trasparente e capace di evitare comportamenti opportunistici che toglierebbero reputazione all'impresa e non comunicerebbero affidabilità agli investitori vanificando completamente ogni azione.

Come osservato è però necessario per la "finanza sostenibile" riuscire a misurare l'impatto economico dell'agire sostenibile dell'impresa poiché questo insieme alla generazione di un impatto positivo ambientale e sociale è un obiettivo.

Generare valore per impresa e investitori significa creare reddito in misura superiore al costo del capitale investito.

La generazione di valore:

- può (e deve in ambito ESG) considerare un periodo temporale sufficientemente ampio;
- deve essere durevole, ripetibile nel tempo;
- deve essere sostenibile ovvero non basata sulla distruzione di risorse non riproducibili.

E' interesse della Società preservare le imprese e delle imprese tenere in evidenza le esigenze della Società; la generazione di valore per l'impresa deve quindi considerare congiuntamente la dimensione economica, sociale e ambientale.

Alla base della generazione di valore vi sono:

- la qualità del "management" dell'impresa,
- l'efficacia della "corporate governance" capace di gestire sia i rapporti con gli stakeholder esterni all'impresa facendo sintesi delle esigenze da questi espresse, che di istituire e guidare gli organi di controllo all'interno dell'impresa,
- la capacità di innovazione dell'impresa,

- una efficace comunicazione all'esterno della "sensibilità sociale" dell'impresa e delle "performance ottenute" attraverso la trasparenza del sistema di misurazione posto in essere.

L'impresa così persegue sia la "generazione di valore" che la "reputazione sociale" che è tra l'altro elemento di differenziazione sul mercato con impatto sulla crescita economica.

Non aiuta a studiare il tema, la differenza della materialità dei tre pilastri della sostenibilità: la sostenibilità ambientale (E) e sociale (S), richiede investimenti per ottenere benefici comuni non così per la sostenibilità economica (G) che richiede processi di trasparenza, pari considerazione dei diversi azionisti, comitati di controllo indipendenti, board eterogeneo e competente. Eppure senza una governance di qualità non vi potrebbero essere corrette azioni per quanto alla "E" e "S".

La seconda difficoltà è poi rappresentata dalla assenza di uno standard universalmente riconosciuto che definisca cosa misurare (quale proxy di E/S/G utilizzare) e come misurarlo situazione che complica qualsiasi ricerca empirica si desideri effettuare per studiare i legami tra ESG e creazione di valore. Le criticità di cui sopra ad oggi hanno prodotto esiti opposti tra studi che associano un legame positivo tra rating ESG e valore, altri invece che individuano una correlazione negativa (vedi quanto commentato a fine capitolo precedente) ed altri infine che non individuano alcuna relazione.

Ciò che appare fondamentale, assodato il fatto che le "social norms" spingono le imprese a gestire i rischi ambientali e sociali per essere coerenti con gli obiettivi di tutti gli stakeholder e quindi anche degli azionisti, perché l'investimento in "E" ed "S" crei valore è che sia conosciuto e autorizzato dall'azionista e che trovi anche il consenso del management che deve perseguire la strategia; questo eviterà "overflow" (eccesso) di E ed S che non condurrebbero a maggior valore l'impresa ma a creare una posizione di forza del management alla ricerca di riconoscimento e appoggio dagli stakeholder esterni.

Hart e Zingales (2017)⁶⁵ introducono il concetto di "shareholder welfare" in contrapposizione alle "shareholder value" costruendo un modello che valuta economicamente anche le dimensioni non finanziarie che sono inserite nella funzione di utilità dell'azionista, arrivando a concludere che il management aziendale deve raccogliere la posizione degli azionisti nelle decisioni di investimento E/S così superando il problema di agenzia che potrebbe condurre l'azienda a

⁶⁵ Hart e Zingales, «Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value».

disallineare management e azionisti. E/S richiedono investimenti certi che impattano sui flussi e soffrono di incertezza nel ritorno, però conducono alla riduzione del rischio di impresa e sono quindi suscettibili di incrementarne il valore nell'interesse di tutti gli stakeholder.

Quindi la sostenibilità sembra trovare una connessione più che con l'incremento dei flussi finanziari, con la riduzione del rischio ovvero con una maggiore confidenza sul mantenimento nel tempo delle performance economiche dell'impresa.

Come detto anche nel precedente capitolo gli investimenti in E ed S realizzati in maniera efficace e condivisa con gli azionisti, per superare il problema di ricadere nei "costi di agenzia", producono certamente un maggior valore di impresa ma possono anche essere produttori di migliori risultati economici migliorando l'efficienza produttiva e il posizionamento di mercato.

a) ESG e valore d'impresa

La valutazione d'impresa considera essenzialmente tre tecniche:

- il "D.C.F." (Discounted Cash Flow - valore attuale dei flussi futuri),
- l'"E.V.A" (Economic Value Added - differenza tra il ritorno del capitale investito e il costo del capitale),
- i "multipli" (rapporto tra "enterprise value" o "market capitalisation" e margine operativo lordo o EBITDA⁶⁶).

Il DCF richiede una approfondita conoscenza dell'impresa e dei propri piani strategici per poterne valutare i flussi prodotti nell'orizzonte di piano (3 o 5 anni) e arrivare a "bloccare" il flusso prodotto nell'ultimo anno di piano immaginandolo fisso per gli anni a venire consentendo così il calcolo del valore a finire dell'impresa ("terminal value"). Il totale ottenuto è l'Enterprise Value (EV) a cui si deve aggiungere la PFN dell'impresa e il valore degli assets non inerenti la gestione caratteristica per arrivare all'Equity Value. Le criticità sono legate alla necessità di disporre di informazioni dettagliate dell'impresa, alla stima del "terminal value" (che sottintende che l'azienda sia "sostenibile" ovvero capace di ripetere in futuro le sue performance) e infine alla determinazione del costo del capitale ("wacc").

L'EVA a colpo d'occhio restituisce l'informazione sulla presenza o meno di creazione di valore. Quanto al suo utilizzo per derivare l'Enterprise Value attualizzando i diversi EVA annuali e

⁶⁶ EBITDA: Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization (Utile prima degli interessi, imposte e ammortamenti)

sommando il valore attuale del capitale investito, è chiaro che “funziona”, ovvero restituisce un valore affidabile, nel caso di realtà di impresa consolidate e in una situazione macro-economica stabile.

I “multipli” partono dal presupposto che “aziende simili” performano allo stesso modo; il metodo da solo, a maggior ragione in presenza di investimenti significativi, non può essere utilizzato da solo.

Tutti i metodi che intendono misurare il valore di una impresa devono stimarne i risultati prodotti nel tempo e devono quindi considerare gli impatti sul costo del capitale (sul rischio di impresa) di variabili come la “governance aziendale”, l’attenzione alla “sostenibilità” aziendale ovvero alla neutralizzazione degli impatti negativi da essa prodotti all’ambiente e la considerazione degli interessi di tutti coloro che entrano in rapporto con l’impresa; si tratta in sintesi di arrivare a valutare l’impresa considerando l’angolazione ESG⁶⁷.

Il metodo più utilizzato per determinare il valore dell’impresa “EV” (Enterprise Value) è di gran lunga il DCF che, come sopra ricordato, somma tra loro i “FCF” (Free Cash Flow) attualizzati utilizzando il tasso “wacc” (weighted average cost of capital) che misura la rischiosità dell’impresa e conseguentemente il rendimento atteso sia dagli azionisti che dai finanziatori a cui aggiungere il “TV” (terminal value) anch’esso attualizzato.

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCV_t}{(1 + wacc)^t} + TV/(1 + wacc)^{N+1}$$

Il valore EV cresce al crescere dei “FCF” o in corrispondenza alla diminuzione del tasso “wacc” di attualizzazione dei flussi.

Come concluso anche al termine del primo capitolo, non vi sono risultati univoci in grado di associare una correlazione positiva tra aumento del rating ESG di una impresa e crescita della CFP (corporate financial performance) nonostante i numerosi studi effettuati; sembra più promettente studiare l’incremento di valore di impresa derivato dalla riduzione del wacc in conseguenza all’incremento del rating ESG.

⁶⁷ ESG: Environment, Social, Governance

Secondo numerosi studi, il più recente dei quali effettuato nel 2018⁶⁸, le imprese con maggiore CSR, mostrano una minore volatilità dei prezzi di mercato del proprio titolo; la minore volatilità può essere associata o a minore rischio specifico o minore esposizione al rischio sistemico.

Chen et al. (2018)⁶⁹ associano una maggiore CSR ad un minor rischio specifico essendo questo tipo di imprese capaci di meglio controllare i rischi propri e della filiera di produzione; altri autori⁷⁰ associano la conclusione a minor rischio di “litigation” generata da maggiore considerazione degli interessi di tutti gli stakeholder e a standard maggiori di prevenzione corruzione e di condotte fraudolente a danno dei consumatori.

Sassen et al. (2016)⁷¹, ha provato ad indagare la presenza di connessione tra incremento della CSR e CSP (maggior rating ESG) con la riduzione del rischio specifico. Utilizzando il modello fattoriale di Cahart (1997) ha associato alla parte di rendimento di un titolo non spiegato da settore, dimensione dell’impresa, distanza di rendimento tra le società con diverso rapporto “book to market”, ovvero ai cosiddetti residui di regressione, il rischio specifico o “idiosincratico” dell’impresa (IR).

Mettendo in relazione IR con le caratteristiche dell’impresa compreso il rating ESG sulla base dei dati ricavati dal data base Asset4 TR, relativi ad un panel di aziende Europee ed in particolare di 8.752 osservazioni relative al periodo 2002–2014, Sassen ha trovato che ad un alto CSP corrispondeva un calo del rischio totale e idiosincratico; le imprese ad alto ESG hanno rischiosità specifica più bassa perché meglio gestite e quindi con probabilità minore di cadere in eventi avversi. La ricerca però soffre del fatto di aver operato solo su aziende europee e con un solo data base di dati ESG.

Significativa la ricerca di Giese et al. (2019)⁷² che analizza i “canali di trasmissione” tra le caratteristiche ESG di una impresa e le performance finanziarie e offre una spiegazione tra come le caratteristiche ESG influenzano il profilo di rischio dell’impresa; utilizza poi una analisi empirica per verificare quanto proposto. Gli autori differenziano il rischio tra sistematico e idiosincratico: il rischio sistematico descrive il rischio generale di mercato a cui tutte le imprese sono esposte (rischio inflazione, rischio quotazione di tutti i titoli, impatto dei tassi di interesse,

⁶⁸ Becchetti, Ciciretti, e Dalò, «Fishing the Corporate Social Responsibility Risk Factors».

⁶⁹ Chen et al. 2018, «The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities».

⁷⁰ Hong e Kacpersczyk (2009) e Hoepner et al. (2017)

⁷¹ Sassen, Hinze, e Hardeck, «Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe».

⁷² «Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf».

cambiamento norme di regolazione settore, sviluppi tecnologici) mentre il rischio idiosincratico è il rischio specifico dell'impresa.

Si potrebbe dire che il rischio sistematico è esogeno mentre quello sistemico è endogeno; il rischio sistematico è quello che determina i ritorni dell'investimento richiesti dagli azionisti e investitori e nel modello DCF si trova al denominatore (wacc) mentre il rischio specifico è connesso ai FCF (free cash flow) e si trova al numeratore del DCF.

L'influenza delle caratteristiche ESG viene dagli autori individuata in tre canali di trasmissione:

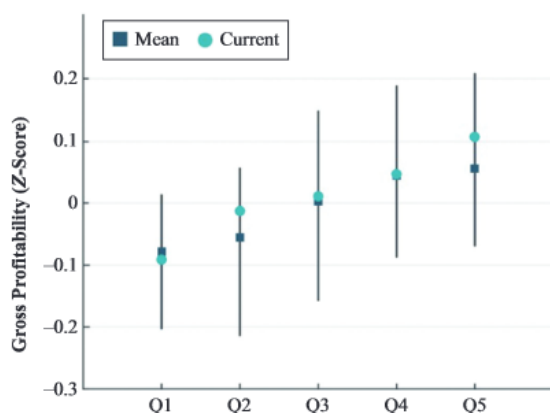
- a) il canale del cash-flow;
- b) il canale del rischio idiosincratico;
- c) il canale del valore.

Il primo "canale di trasmissione" connette ad un forte profilo ESG dell'impresa una maggiore capacità di competere con conseguente maggiore profittabilità e più alti dividendi; gli autori agganciano una analisi empirica alla seconda e terza considerazione. Suddividendo le imprese in cinque quintili da quello con più basso ESG al più alto e facendo uso del data base MSCI, effettuano una analisi di marginalità lorda evidenziandone una correlazione positiva con l'ESG.



Fig. 13
Analogamente per quanto ai dividendi distribuiti.

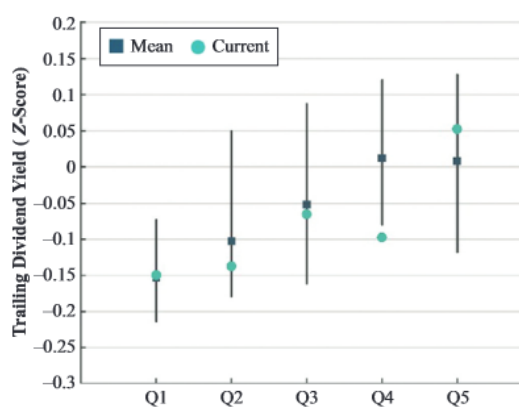
Gross Profitability of ESG Quintiles



Notes: Gross profitability (Z-score) of size-adjusted ESG quintiles is computed as most recently reported sales less cost of goods sold, divided by most recently reported company total assets. Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

Fig. 14

Trailing Dividend Yield of ESG Quintiles



Notes: Trailing dividend yield (Z-score) of size-adjusted ESG quintiles is computed by dividing the trailing 12-month dividend per share by the price at the last month end. Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

Fig. 15

Si conclude come in sintesi rappresentato sopra, che le imprese con un rating ESG alto appartenenti al quinto quintile (Q5) sono maggiormente profittabili e pagano dividendi più alti.

Il canale connesso al rischio specifico dell'impresa (rischio idiosincratico) vede associato ad un alto rating ESG un buon management con conseguente minore rischio di incorrere in incidenti e minore oscillazione del prezzo del titolo (tail risk).



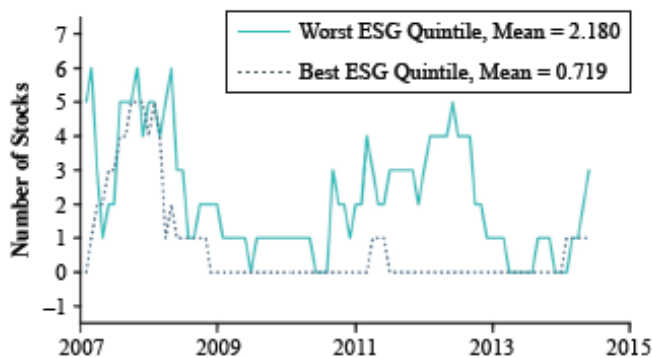
Fig. 16

Gli autori provano a motivare con una ricerca empirica l'ipotesi (si tratta di ipotesi basate su numerosi studi di ricercatori) tenendo conto che un rating ESG-MSCI alto, significa che si considera il management adeguato alla gestione del rischio ESG per l'impresa: un alto rischio ESG con un management non all'altezza restituirebbe un basso rating, mentre a pari management ma con rischio ESG basso il rating sarebbe più alto. Ecco che l'ipotesi appare in estrema sintesi ragionevole.

Studiando la percentuale di compagnie con perdita di valore in borsa superiore al 95% o fallite a partire dal rating ESG che possedevano nel periodo precedente, si conclude come il Q5 ESG, vede una probabilità nettamente più bassa di cadere in un evento con impatto significativo sul prezzo.

Alla stessa conclusione gli autori sono arrivati misurando la varianza del coefficiente di errore utilizzato per spiegare le differenze tra il rendimento di un titolo e quello di mercato. Anche con questa analisi (vedi Sassen et al. prima commentato), si conclude che i titoli con alto ESG hanno una riduzione significativa della varianza dei termini di errore con maggiore stabilità quindi del titolo stesso.

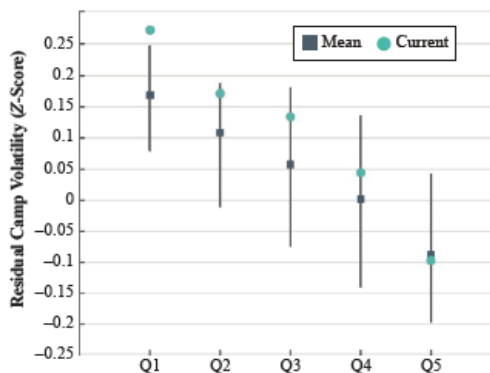
Idiosyncratic Incident Frequency of Top and Bottom ESG Quintiles



Note: For each month, we report the number of stocks that realized a more than 95% cumulative loss over the next 3 years, taking the price at month end as the reference point for return calculation.

Fig. 17

Residual CAPM Volatility of ESG Quintiles



Notes: Residual capital asset pricing model (CAPM) volatility (Z-score) here is defined as the volatility of the residual returns from the CAPM regression used in the calculation of historical beta (see Exhibit 3). Data from January 2007 to May 2017. Average value over the period is represented by square dots; current exposure by round dots. The vertical bars represent the 5% to 95% range of observed values.

Fig. 18

Gli autori infine hanno analizzato come il profilo ESG di una impresa possa avere impatti sull'esposizione al rischio sistematico del settore di appartenenza e come questo si correli a impatti finanziari significativi. Nel modello DCF il "rischio sistematico" impatta sul tasso di attualizzazione posto a denominatore.

Secondo numerosi studi citati dagli autori, un alto profilo ESG si connette ad una alta valutazione secondo il "canale di trasmissione" che segue:



Fig. 19

Il razionale economico è basato sulle seguenti ipotesi:

- 1) le imprese con alto profilo ESG, sono meno vulnerabili al rischio sistematico di mercato con conseguente minore rischio sistemico. Ad esempio hanno una efficiente gestione dei consumi di energia e sentono meno l'impatto della variazione dei prezzi ad essi associati;
- 2) un minore rischio sistemico si traduce in un beta più basso che significa anche una minore attesa di rendimento del capitale di rischio apportato dagli investitori;
- 3) infine un minor costo del capitale (minore wacc) conduce nel modello CAPM a ridurre il denominatore e quindi ad aumentare il valore dell'impresa.

Secondo una ricerca di Hong e Kacperczyk (2009), il “canale di trasmissione” in commento può essere spiegato anche osservando la dimensione degli investitori: le società a basso rating ESG hanno meno azionisti stabili, dal momento che non attraggono gli investitori avversi al rischio e con responsabilità sociale e per il fatto che le società a basso ESG presentano il problema dell’asimmetria informativa (El Ghouli et al. (2011)) con riduzione della trasparenza e standard di governance peggiori delle altre Società con relativo allontanamento degli investitori “stabili”.

Quindi in definitiva le società ad alto ESG hanno rischio sistemico inferiore che conduce a FCF (free cash flow) scontati a tasso inferiore con impatto su di un maggior valore dell’impresa insieme ad un minore costo del capitale nel suo complesso.

La riduzione del rischio sistemico è molto importante per gli investitori non essendo esso in altro modo dominabile; è inoltre molto apprezzata la maggiore trasparenza che connota la comunicazione delle imprese con alto fattore ESG.

Ma sono le imprese con alto fattore ESG a creare maggior valore o sono le imprese migliori che investono in ESG? In sintesi qual’è la direzione della relazione? “alto ESG -> maggiore valore impresa” o “maggiore valore impresa -> alto ESG” ?

Gli studi sul tema sono molti e le conclusioni non sono abbastanza forti da “chiudere” su quale sia il “verso” della relazione di causalità sopra presentata, anche se la maggioranza dei ricercatori sono a favore della connessione tra alto ESG e creazione di valore.

b) Sostenibilità e Beta

Del Giudice⁷³ partendo dalla connessione sopra presentata tra sostenibilità, rischiosità e valore dell’impresa ha condotto un’analisi mirata a superare il dubbio emerso circa “la direzione della causalità”; la ricerca tenta anche di essere più robusta di quella condotta in passato da Sassen nel 2016, poiché verifica i risultati utilizzando le due banche dati più importanti in termini di rating ESG ovvero MSCI e TR (Thomson Refinitiv). Il campione di ricerca considera 1.063 società in 18 paesi diversi (Italia inclusa) con 16.395 osservazioni nell’orizzonte temporale 2002-2016.

Le ipotesi di ricerca erano due:

- verificare l’esistenza di una relazione negativa tra rischio complessivo di impresa (rischio sistemico più rischio specifico) e rating ESG;

⁷³ Del Giudice, *La finanza sostenibile*.

- verificare quale rischio era più rilevante (quello sistematico o specifico) e la relazione con i tre fattori ESG.

Le variabili di controllo sono state la *dimensione dell'impresa*, il *leverage* (rapporto tra debiti finanziari e totale attivo), la *redditività* (ROA ovvero rapporto tra EBITDA e totale attivo), la *liquidità* (rapporto tra la cassa e il totale attivo) e la *volatilità del fatturato*.

La prima ipotesi è stata testata con riferimento all'equazione seguente:

$$Firm\ Risk_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

che connette al rischio di impresa lo score ESG attraverso “beta1” e le altre dimensioni citate sopra⁷⁴ con “beta2”. I risultati della regressione (a partire dal data base TR) confermano un legame tra il fattore ESG e il rischio complessivo, sistematico e specifico, negativo (maggior ESG -> minor rischio) a sostegno della ipotesi; allo stesso risultato si arriva con il data base MSCI anche se con valori assoluti diversi a causa della diversa scala di valori relativi agli score ESG di TR e MSCI.

Controllando i risultati della ricerca si nota come la redditività sia connessa alla riduzione del rischio poiché la maggiore capacità di generare ricchezza riduce l'esposizione al rischio. La cassa di converso ha una connessione positiva con il rischio poiché infatti le imprese più “rischiose” tendono ad accantonare cassa per bilanciare i momenti negativi.

Del Giudice ha provato anche ad investigare la seconda ipotesi di ricerca ovvero l'impatto dei singoli fattori ESG sui diversi tipi di rischio; i risultati evidenziano come incida maggiormente sul rischio sistemico la “S” e come assuma quindi rilevanza per gli investitori indagare maggiormente la presenza di questo fattore nelle imprese. Una spiegazione potrebbe essere legata al perimetro di azione della “S” che comprende la comunità e il consumatore; queste due dimensioni si immagina siano infatti le principali capaci di assorbire eventi esogeni e di gestire in modo migliore eventuali opportunità.

Vero che alcuni studi fanno risalire alla “G” l'abbattimento del rischio sistemico ma è altrettanto vero che è molto difficile trovare evidenze empiriche sul ruolo della “G” non essendo, al pari degli altri fattori, misurabile allo stesso modo o meglio è interessata da una materialità completamente diversa.

⁷⁴ Dimensione dell'impresa, leverage, redditività, liquidità, volatilità del fatturato.

Anche escludendo la “G” dall’analisi dei dati, Del Giudice conferma come la “S” influenzi in misura maggiore di “E” la riduzione del rischio sistemico.

Si conclude quindi per la necessità di porre al centro dell’attenzione la “S” in particolare per gli aspetti di relazione con la comunità e con i consumatori con una maggiore attenzione anche per quanto riguarda la PMI.

Ovviamente non va dimenticata l’importanza della “E” che stimola l’innovazione dei processi produttivi e della “G” che chiama l’impresa a dotarsi di management competente senza del quale nessun obiettivo può apparire credibile.

c) Sostenibilità e performance dei fondi

Ci si chiede adesso a valle dello studio della relazione tra rating ESG e valore di impresa, quale relazione si può ipotizzare presente tra sostenibilità e creazione di valore per i fondi di investimento che utilizzano strategie di selezione basate sul rating ESG. Vi è diffusa condivisione, anche partendo dalle conclusioni di cui al paragrafo precedente, di una riduzione del “rischio rendimento” dei fondi SRI, ma non vi è convergenza sulla connessione alla “performance dei fondi”.

Renneboog et al. (2008)⁷⁵ hanno studiato la relazione rischio-rendimento nei fondi di investimento socialmente responsabili (SRI). L’ipotesi di ricerca è che le considerazioni etico/sociali influenzino i prezzi dei titoli e che gli investitori siano disposti a pagare un prezzo per accedere al “servizio di screening ESG” operato dai gestori dei fondi SRI.

Coerentemente con gli investitori che pagano un prezzo per l’etica, i fondi SRI in molti paesi dell’Europa e dell’Asia-Pacifico, sottoperformano fortemente i portafogli benchmark nazionali di circa il 5% annuo, sebbene i fondi SRI britannici e statunitensi non sottoperformino significativamente i loro benchmark. La sottoperformance dei fondi SRI non sembra essere determinata dall’effetto “rischio etico” del fondo, ne è motivata da una ridotta selettività o per la richiesta di rendimenti immediati.

Molti studi sono stati condotti e i risultati non consentono di concludere per una connessione tra i caratteri ESG dei fondi e una loro performance migliore o peggiore dei fondi non SRI; non così per quanto al rischio.

⁷⁵ Renneboog, Horst, e Zhang, «The Price of Ethics».

Nofsinger e Varma (2014)⁷⁶ concludono che rispetto ai fondi comuni di investimento convenzionali, i fondi comuni di investimento socialmente responsabili, sovraperformano durante i periodi di crisi di mercato; questo avviene al costo di una sottoperformare durante i periodi non di crisi offrendo spunti interessanti per gli investitori in cerca di soluzioni di protezioni al rischio sistemico di mercato. Incidono nel risultato gli attributi ambientali, sociali o di governance (ESG) capaci di condurre all'attuazione di strategie di prevenzione dei rischi.

Stessa conclusione è raggiunta da Becchetti et al. (2015)⁷⁷ che analizzando la distanza dei beta dei fondi SRI e tradizionali su di un campione di dati tra il 1999 e il 2012, conclude per performance migliori dei fondi SRI durante i periodi di crisi identificando in questi il ruolo di "assicurazione" del rischio sistemico.

Altre ricerche⁷⁸ hanno concluso per una sostanziale uguaglianza tra i rendimenti dei fondi SRI con quelli convenzionali a causa del fatto che i fondi SRI emessi da società di gestione del risparmio specializzate sovraperformano, mentre così non avviene per i fondi SRI emessi da società non specializzate e questo in media azzerà le differenze.

Si può quindi concludere che la sostenibilità crea valore anche per i fondi che investono perseguendo strategie SRI inserendo nel proprio portafoglio società con elevati rating ESG. Come atteso infatti dalla riduzione del rischio per le imprese con alto ESG, anche i fondi ESG sono in grado di garantire minori fluttuazione di valore con il tempo mitigando il rischio sistemico; nessuna conclusione è invece individuata per quanto al rendimento che nessuna ricerca empirica è stata capace di individuare.

d) La collaborazione tra investitori e azienda: l'engagement.

Si è già introdotto il tema del ruolo dell'investitore in aziende con alto profilo ESG tra "attivo" e "passivo" e su quale tra questi possa essere preferito; sul tema è anche intervenuta la GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) che nel 2019 ha proposto la strategia detta "Corporate Engagement and Shareholder Action" (in sintesi "*engagement*") intesa a vedere l'investitore interagire attivamente con l'impresa per quanto alle decisioni rilevanti in tema di sostenibilità.

L'interazione può essere "soft" attraverso un "dialogo informale" con il management o "hard" esercitando il potere di "voice" che deriva dall'esercizio del diritto di voto; l'engagement richiede

⁷⁶ «Socially Responsible Funds and Market Crises | Elsevier Enhanced Reader».

⁷⁷ Becchetti et al., «Socially responsible and conventional investment funds».

⁷⁸ Gil-Bazo, Ruiz-Verdú, e Santos, «The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies».

che l'azionista disponga di competenze tecniche ed economiche, caratteristiche possedute dagli investitori istituzionali.

GSIA è intervenuta perché in genere il comportamento dell'azionista, anche se "istituzionale", è sempre stato "passivo"; ovvero nel caso di non condivisione delle decisioni assunte dall'impresa, questo utilizzava il potere di "exit" ovvero cedeva i titoli. In aggiunta si consideri che il mancato monitoraggio del management dell'impresa trova ragioni nel costo di una politica di "ingerenza" nell'impresa, nel "free riding" ovvero nel rischio di creare vantaggi anche a coloro che non fanno nulla e infine nei vincoli di natura giuridica all'azione.

Per un fondo con innumerevoli partecipazioni, è chiaro il costo di essere attivi in tutte le società controllate; senza considerare i rischi che potrebbero essere arrecati alla reputazione del gruppo a cui fa capo il fondo di investimento, nel caso questo operi con controllate o collegate dell'impresa "soggetta a pressioni".

Come si diceva vi sono anche incertezze normative come il rischio che un concerto tra gli azionisti per arrivare in Assemblea a ottenere specifiche decisioni, possa essere rilevante ai fini della normativa sull'offerta pubblica di acquisto (O.P.A.); inoltre il "soft engagement" potrebbe condurre a disparità informativa tra gli azionisti con rilevanza ai fini della direttiva UE sul "market abuse".

A fianco di questi "rischi normativi", opera anche la Direttiva 2007/36/CE (Shareholders Right Directive) integrata dalle modifiche del 2017⁷⁹, che impone agli investitori istituzionali l'adozione di politiche di engagement al fine di creare valore nel lungo termine monitorando l'azione del management in ambito ESG; questa norma invita quindi l'azionista a essere attivo senza rimuovere i vincoli normativi prima indicati (normativa OPA e market abuse).

Gli investitori istituzionali in questi ultimi anni sono diventati sempre più importanti con una concentrazione sempre più alta di capitali da investire a seguito anche di modifiche normative che hanno incentivato l'accesso ai mercati finanziari per mezzo di soggetti istituzionali.

Al classico rapporto di agenzia, diversità tra i soggetti proprietari dell'azienda e i soggetti che la gestiscono ovvero i manager, con i fondi istituzionali si aggiunge il rapporto tra la proprietà e i beneficiari del servizio di investimento interessati alla remunerazione del rischio che corrono. L'asset manager proprio in ragione di questo ulteriore conflitto potrebbe preferire il

⁷⁹ Direttiva 2017/828 - SRD II – recepita in Italia dal D.lgs. 49/2019, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 10 giugno 2019.

comportamento passivo per non rischiare di trasferire un costo troppo alto al beneficiario (a seguito dell'effort richiesto da una strategia di engagement con l'impresa) con la conseguenza del rischio di abbandono di questo del fondo. Come incrementare la *voice* (esercizio del diritto di voto in alternativa all'*exit* cioè vendita del titolo o alla *loyalty* ovvero mantenere il titolo senza fare nulla) dell'azionista è quindi il problema da indirizzare.

Una prima risposta al tema è stata offerta negli Stati Uniti nel 1943 dalla Security and Exchange Commission (SEC) con la regola⁸⁰ che consentiva agli azionisti di poter inserire all'ordine del giorno dell'Assemblea dei Soci, argomenti di interesse.

Nascono in seguito codici di comportamento degli investitori istituzionali come lo "Stewardship Code", rilasciato nel 2010 dal Financial Reporting Council, che costituisce un insieme di principi o linee guida dirette a investitori istituzionali che detengono i diritti di voto nelle società. Il suo scopo principale è rendere gli investitori istituzionali, nella gestione dei soldi altrui, attivi e coinvolti nella corporate governance nell'interesse dei loro beneficiari (gli azionisti).⁸¹

Engagement, stewardship e attivismo sono termini in parte sovrapponibili che indicano l'interesse ad operare perché l'impresa persegua il raggiungimento di obiettivi ESG avviando iniziative in linea con essi: si passa da forme di pressione più a breve operate tipicamente dagli "hedge fund" raccolte sotto l'acronimo di "*attivismo*", alle forme di collaborazione più a tutto tondo con l'impresa comprese sotto l'acronimo "*stewardship*", sino all'"*engagement soft*" (dialogo con il management) e "*hard*" (potere di voice).

Il costo di politiche di engagement è legato al frazionamento del capitale investito dai fondi che rende difficile operare attivamente con le imprese se non trasferendo ai sottoscrittori di quote del fondo costi elevati di commissioni; vi è poi una connessione con la "liquidità" dei mercati che suggerirebbero sia l'esercizio del diritto di "exit" effettuabile senza perdite economiche significative, che l'intervento attivo verso l'impresa a causa del fatto che velocemente l'impresa "sentirebbe" il maggior valore associato a migliori strategie ESG poste in essere.

Un modo per ridurre i costi associati all'engagement potrebbe essere quello di estendere a tutte le partecipate alcune pratiche di buon governo societario messe a punto. Questa è la strategia dei più

⁸⁰ Rule 14.a-8

⁸¹ Anche la Borsa Italiana dal gennaio 2012 ha iniziato a lavorare all'integrazione di uno stewardship code. Dal 1° ottobre 2013 Assogestioni, ha approvato il codice di Stewardship italiano che, in linea con l'analogo codice europeo (EFAMA), individua i diritti e i doveri degli investitori istituzionali nelle società quotate. Il Consiglio ha altresì deliberato che procederà al monitoraggio dell'attuazione dei Principi a partire dall'esercizio 2015.

grandi investitori “passivi”⁸² che si “accodano” alle campagne promosse da investitori attivisti (tipicamente gli hedge fund) o comunicano il loro punto di vista sulle strategie ESG sia per far conoscere agli “investitori attivi” su quali iniziative potrebbero trovare il loro appoggio, che per aumentare la loro reputazione presso gli “asset owner” che sono potenziali loro clienti: in questo modo traggono vantaggio dall’engagement senza sostenerne i costi.

In ogni caso si segnala una transizione in atto dei grandi investitori istituzionali da un atteggiamento passivo ad un attivo, essendo sempre maggiore il contesto sociale che “chiama” ad occuparsi di ESG.

Come già sottolineato, l’engagement è sostenuto da alcune normative di fonte europea (Direttiva SRD) ma opera in un contesto dove vi sono vincoli economico-giuridici di cui bisogna tener conto e che riguardano essenzialmente due temi:

- 1) le regole sull’offerta pubblica di acquisto con fonte nell’art. 109 del TUF (Testo Unica Finanza) che dispongono che l’azione coordinata di più azionisti a perseguimento di un fine comune, impone la presentazione al mercato una Offerta Pubblica di Acquisto se essi superano le soglie di partecipazione in una società quota di cui agli artt. 106 e 108 del TUF. Vero che CONSOB sottolinea con il suo art. 44-quater il diritto ai Soci, come riconosciuto dal Codice Civile, sia la liceità di operare ad evitare condotte o atti illegittimi della Società che l’esclusione del “concerto” quando l’”azione” posta in essere è volta a presentare liste di candidati non maggioritarie nel board; si tratta pur sempre di “terreno scivoloso” dai cui margini è facile uscire perdendo le protezioni di cui all’art. 44-quater-c.2;
- 2) il divieto di comunicazione selettiva: si tratta delle norme poste a protezione degli abusi di mercato (MAR – Market Abuse Regulation)⁸³ che vieta la comunicazione selettiva impresa-azionista poiché creerebbe un problema di asimmetria informativa tra gli azionisti. In sintesi si privilegia il diritto alla riservatezza della Società rispetto a quello informativo dei Soci che non possono godere di alcun trattamento privilegiato rispetto a quello del mercato e degli altri stakeholder. La MAR non vieta la comunicazione di informazioni ai Soci ma devono verificarsi specifiche condizioni di vantaggio per la società per renderla possibile.

⁸² The Big Three: Blackrock, Vanguard, State Street)

⁸³ Regolamento UE 596/2014

Sul tema “comunicazione selettiva” la dottrina oscilla tra posizioni in cui questa altererebbe la condizione di parità di informazioni tra soci e la relazione di agenzia tra *principal* (azionista) e *agent* (management), a posizioni in cui la ritiene ammissibile sino a posizioni che conducono a ritenerla possibile anche quando diretta solo ad alcuni soci, se però non pregiudica l’investimento degli altri soci. In sintesi la normativa con l’art. 7 del Regolamento vieta la comunicazione selettiva per quanto alle informazioni privilegiate in esso definite, non applicandosi (art. 19) la regolamentazione (ovvero il divieto) alle informazioni di carattere generale.

Quindi in definitiva l’engagement ovvero la condotta attiva dell’azionista con il dialogo e l’esercizio attivo del voto per correggere l’under-performance societaria, sembra presentare per la sua diffusione più ostacoli economici (costo dell’azione) che non normativi, che seppur presenti sembrano gestibili.

Si tratta allora di capire se ai costi di cui sopra si contrappongono impatti positivi sulla performance non finanziarie della società (che abbiamo visto impattano sul valore) e cosa dovrebbe spingere gli investitori istituzionali ad agire attivamente sui temi ESG.

Una ricerca condotta da Dyck et al. (2019)⁸⁴ effettuata su di un campione di 3.277 società in 41 paesi diversi coinvolgendo un periodo di tempo tra il 2004 e il 2013, conclude per una correlazione positiva tra la presenza di un investitore istituzionale e l’incremento del rating ESG; il ricercatore ha utilizzato sia il database TR che quello MSCI.

Alla base della ricerca era il modello di regressione seguente:

$$\text{Log}(\text{Score}_{it}) = \alpha + \beta X_{it-1} + \gamma' Y_{it-1} + \Lambda + \varepsilon_{it},$$

dove a sinistra dell’uguaglianza vi è il logaritmo del punteggio ESG al “tempo t” e a destra $X_{i(t-1)}$ rappresenta la percentuale di partecipazione dell’investitore istituzionale mentre $Y_{i(t-1)}$ è un set di variabili di controllo relative alla società al tempo (t-1) che sono la dimensione, l’indebitamento, gli asset tangibili, la redditività. Λ rappresenta invece i “fixed effect” relativi all’anno, al paese di appartenenza e al settore.

Il Panel A (prima sezione in Fig.20) sotto, evidenzia una correlazione positiva tra la “Total Institutional Ownership” (Total IO) e le variabili E ed S; la correlazione è tre volte maggiore se

⁸⁴ Dyck et al., «Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility?»

gli investitori aderiscono ai principi PRI⁸⁵ (United Nations Principles for Responsible Investing) (vedi Panel B).

Interessante inoltre la conclusione per un impatto maggiore su E e S nel caso di imprese in partenza con basso rating rispetto a quelle con rating già buono (Panel C).

La conclusione è quindi per una relazione positiva tra la presenza di un investitore istituzionale e il miglioramento dei fattori ESG, con una importanza ancora maggiore nel caso il fondo aderisca ai PRI; i ricercatori hanno poi confermato come la relazione “resista” anche agli shock di natura sistemica e specifica.

Quanto alla motivazione che conduce all’engagement sui temi della sostenibilità, questa può essere basata su ragioni finanziarie e sulla pressione sociale sensibile ai temi ESG.

Si è provato con studi empirici a valutare quale sia la motivazione prevalente definendo una funzione di utilità per l’investitore come segue:

$$\text{Max } E[U] = -(1 - w(s))(x - x_0)^2 - (w(s))(x - x_c)^2.$$

Dove x_0 indica il livello ottimale per l’impresa di investimento E&S, x_c il livello ottimale desiderato dalla comunità e $w(s)$ indica quanto l’investitore considera le importanti le “social norms” per decidere quanto investire o il ritorno economico (legato a investire x_0); se è interessato alla sola componente finanziaria $w(s)$ sarà pari a zero (l’investitore non considera le social norms).

La ricerca evidenzia come le motivazioni finanziarie siano certamente ben presenti nello spiegare l’engagement degli investitori istituzionali alla base dell’investimento ESG; giungono alla conclusione verificando cosa succede ai fattori E&S dopo uno shock esogeno sia ambientale che legato alla crisi finanziaria 2008.

Analizzando la correlazione tra le social norms e la crescita dei fattori E&S, si nota come sia presente con i livelli più alti per i paesi Europei; si evidenzia che gli investitori quando comprano all’estero influenzano E&S con la sensibilità del paese di provenienza. Si osserva che le imprese USA sono positivamente influenzate nell’E&S quando sono partecipate da investitori stranieri al contrario con investitori domestici.

⁸⁵ «PRI Principles for Responsible Investment.pdf».

Institutional investors and firms' environmental and social (E&S) performance.

This table reports regression estimates of environmental and social scores on institutional ownership and control variables. The dependent variables are the natural logarithm of environmental and social scores. Total IO is total institutional ownership, Log (total assets) is the natural logarithm of a firm's total assets, Tangibility is property, plant, and equipment to total assets, Leverage is total debt to total assets, Tobin's q is market capitalization of equity plus total debt divided by total assets, Profitability is net income plus after-tax interest expenses to total assets, and Cross-list is a dummy variable equal to one if the firm is cross-listed on a major US exchange, and zero otherwise. The data are from the ASSET4 ESG database, Factset, Worldscope, depositary receipt lists, and the Center for Research in Security Prices, and they are obtained for the years 2004–2013. Panel A uses the full sample. Panel B groups institutional ownership by whether institutional investors are United Nations Principles for Responsible Investment signatories or not. Panel C uses subsamples. The below-median subsample contains firms that have environmental and social scores below the sample median at the time they enter the sample. The above-median subsample contains firms above (or equal) to the sample median at the time they enter the sample. Online Appendix A describes the indicator variables used to calculate the environmental and social scores. All variables are winsorized at the 1st and 99th percentiles. All right-hand-side variables are lagged by one year. Standard errors are clustered at the country level, and *p*-values are reported in parentheses.

	Environmental scores		Social scores	
	Overall score (1)	ASSET4 z-score (2)	Overall score (3)	ASSET4 z-score (4)
<i>Panel A: Full sample</i>				
Total IO	0.268 (0.00)	0.403 (0.00)	0.124 (0.00)	0.491 (0.00)
Log (total assets)	0.214 (0.00)	0.255 (0.00)	0.084 (0.00)	0.274 (0.00)
Tangibility	0.194 (0.00)	0.228 (0.00)	0.031 (0.16)	0.116 (0.16)
Leverage	-0.116 (0.13)	-0.141 (0.21)	-0.041 (0.14)	-0.133 (0.22)
Tobin's q	0.033 (0.00)	0.027 (0.00)	0.015 (0.00)	0.032 (0.03)
Profitability	0.082 (0.43)	0.176 (0.18)	0.068 (0.11)	0.350 (0.04)
Cross-list	-0.027 (0.23)	-0.071 (0.06)	0.004 (0.73)	-0.040 (0.38)
Country fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.543	0.446	0.523	0.393
Number of observations	19,849	19,785	19,849	19,785
<i>Panel B: Institutional ownership split by UN PRI signatory status</i>				
IO UN PRI Signatories	0.773 (0.00)	1.147 (0.00)	0.271 (0.00)	1.013 (0.00)
IO non-UN PRI Signatories	0.073 (0.13)	0.091 (0.22)	0.054 (0.04)	0.241 (0.02)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Country fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.546	0.450	0.525	0.394
Number of observations	19,849	19,785	19,849	19,785
IO UN PRI versus IO non-UN PRI (<i>p</i> -value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<i>Panel C: Subsamples of firms with weak and strong initial E&S performance</i>				
Weak initial E&S performance subsample				
Total IO	0.259 (0.00)	0.415 (0.00)	0.128 (0.00)	0.487 (0.00)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Country fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.446	0.329	0.456	0.293
Number of observations	11,918	11,907	11,989	11,862
Strong initial E&S performance subsample				
Total IO	0.137 (0.03)	0.207 (0.01)	0.039 (0.11)	0.093 (0.26)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Country fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.611	0.228	0.65	0.277
Number of observations	7931	7878	7860	7923
Total IO, weak versus strong initial E&S performance (<i>p</i> -value)	(0.02)	(0.02)	(0.00)	(0.00)

Fig. 20

La ricerca dimostra la rilevanza dei contesti di riferimento a guida degli obiettivi di engagement degli investitori istituzionali costretti nel trade-off tra i costi di engagement e gli interessi della clientela che è contaminato dalle social norms.

Appaiono “particolari” i comportamenti dei fondi pensione e degli hedge fund (che comunque rappresentano secondo Dyck et al. meno del 10% del totale degli investitori istituzionali): i primi con orizzonte a medio lungo interessati ad impattare sui fattori ESG al contrario degli hedge fund.

La ricerca prosegue evidenziando un maggiore interesse dei paesi europei sul lato ambientale rispetto agli Stati Uniti nettamente distanziati che invece si avvicinano ai paesi europei per quanto alla dimensione Sociale.

3. Integrating Reporting e valore aziendale.

L'“integrating reporting” (in seguito <IR>), si prefigge in un unico documento di offrire al lettore interessato (stakeholder), in aggiunta alle informazioni economico-finanziarie (che sono una fotografia della performance associata al passato) le informazioni che consentano di valutare la capacità di creare valore anche nel futuro a breve, medio e lungo. Per riuscire nell'intento deve comprendere nel documento anche gli “asset intangibili” dell'azienda come le competenze in essa presenti sia assegnate a specifiche persone sia consolidate nei processi dell'azienda (la sua organizzazione), le relazioni con i fornitori, gli istituti di credito, con i propri clienti e partner e in generale con tutti coloro con cui l'azienda entra in contatto e di cui ha bisogno per essere attiva nel mercato servito.

Nell'*integrating reporting* deve trovare spazio anche la strategia dell'azienda, la sua traduzione in piani di azione, la governance di cui si è dotata, la Corporate Social Responsibility che intende perseguire ovvero tutti i dati normalmente presenti nel “report di sostenibilità” o nella “documentazione non finanziaria”.

L'<IR> intende spiegare come le “performance finanziarie” sono collegate a quelle “non finanziarie” e come queste due dimensioni creino o distruggano valore; il tutto promuovendo l'“*integrated thinking*” ovvero favorendo l'integrazione di tutte le potenzialità e esperienze presenti nell'impresa e nell'ambiente con cui essa è in rapporto, prima di produrre le strategie aziendali con il fine di rendere queste più robuste e quindi riducendo il rischio di inadeguatezza.

Una parte importante alla base della creazione di valore dell'impresa è costituita dall'ambiente in cui essa opera e con cui costruisce relazioni; in esso deve individuare i soggetti con cui instaura relazioni più stabili e intense per indirizzare loro una comunicazione migliore che ne motivi il mantenimento e miglioramento della relazione (stakeholder).

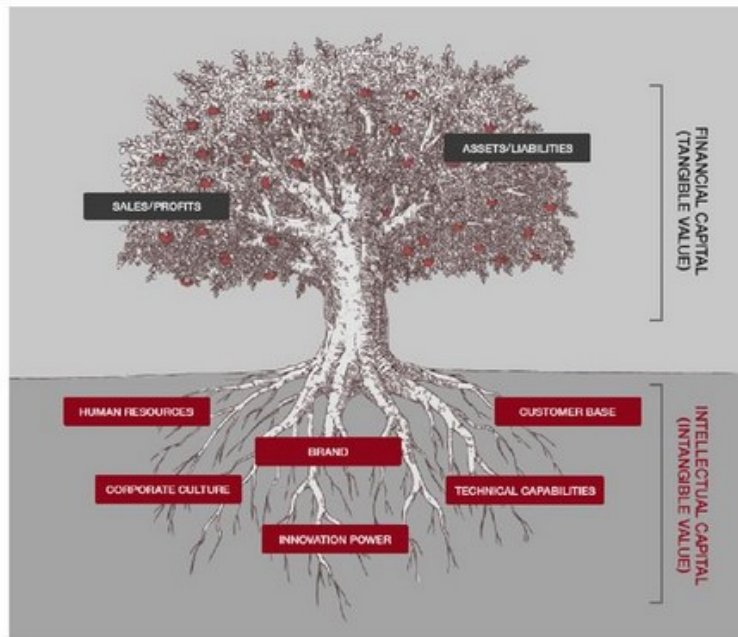


Fig. 21

Aiuta a comprendere la potenzialità di un reporting che dia espressione alla dimensione “non finanziaria” la figura sopra, che consente di capire come il capitale finanziario quando diventa rilevante, trova “fondamento” sul “capitale intellettuale” che costituisce le radici dell’albero.

Secondo Sveiby⁸⁶ il capitale intellettuale può essere diviso tra “capitale umano”, “capitale strutturale” e “capitale relazionale”. Il capitale umano e relazionale potremmo ritenerli compresi nella dimensione o nel “pillar S” di cui ai fattori ESG già studiati, mentre il “capitale strutturale” è ciò che negli anni è stato costruito ed è restato come “eredità” all’azienda, dagli altri due.

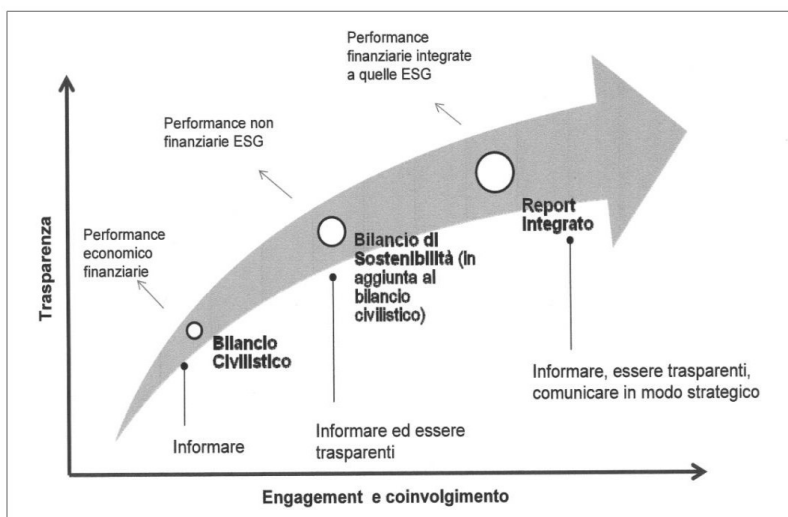


Fig. 22

⁸⁶ Sveiby, *The New Organizational Wealth*.

Pensando alle soluzioni migliori per dare spazio nella comunicazione aziendale al capitale intangibile delle aziende, si è sviluppata la proposta del reporting integrato che intende rendere disponibili ai “fornitori di capitale finanziario”⁸⁷ le informazioni necessarie a favorire le loro decisioni di allocazione del capitale finanziario, in questo assegnando all’<IR> il ruolo di un’evoluzione del report finanziario più che dei report di sostenibilità; in realtà, possiamo ritenere, che la sempre maggiore importanza assunta dalle cosiddette “social norms” per i temi della sostenibilità ambientale e sociale, portano a ritenere utile a tutti gli stakeholder, avere accesso ad una reportistica integrata tra performance finanziarie e non finanziarie.

L’<IR> “parte” dalla rendicontazione economico-finanziaria e di sostenibilità disponibile e analizzandone la difficile correlazione tra di esse, prova a costruire un percorso condiviso di copertura dei gap presenti elaborando la propria proposta.

Appare allora utile, prima di introdurre l’<IR>, offrire un rapido “recap” di ciò che sono la rendicontazione economica-finanziaria e quella non finanziaria.

a) rendicontazione economico-finanziaria e valore aziendale

Il “bilancio d’esercizio”, nell’ordinamento italiano, già oggi non si limita a rappresentare solo la misura delle prestazioni economico-finanziarie realizzate al 31/12 dell’anno precedente, ma prevede la redazione della “relazione sulla gestione” con cui amministratori e manager devono offrire una lettura in grado di spiegare le performance economico-finanziarie ottenute insieme alle principali linee di azione che caratterizzeranno il futuro dell’azienda. Analogamente nel 2010, lo IASB (*International Accounting Standards Board*) ha introdotto l’“IFRS Practice Statement 1 Management Commentary”⁸⁸ poi sottoposto a revisione a fine 2021.

Nel bilancio, è noto agli operatori di settore, non trovano spazio informazioni sulle abilità del management, sulla capacità di indirizzare le richieste dei Clienti, sulla politica di CSR (Corporate Social Responsibility) dell’azienda e sulle principali minacce e opportunità che rivestono importanza per l’impresa; prova di quanto affermato, ma soprattutto la necessità disporre di un set allargato di informazioni, si rinviene nella produzione normativa di fonte UE con l’emanazione della Direttiva n.95/2014 relativa alla “Documentazione non Finanziaria”, con cui si obbligano le imprese di maggiore rilevanza alla “disclosure” di queste informazioni.

⁸⁷ «13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf».

⁸⁸ «Exposure Draft: Management Commentary».

Il bilancio da documento gestionale interno (caratteristica mantenuta fino al 1942 senza possibile controllo del Giudice della gestione aziendale) ha assunto i caratteri attuali con il D.Lgv. 18 agosto 2015, n. 139 che aggiunge allo Stato Patrimoniale, al Conto Economico, alla Nota Integrativa e alla Relazione sulla Gestione, il Rendiconto Finanziario che associa alle risorse finanziarie prodotte nell'esercizio (le "fonti") gli utilizzi effettuati (gli "impieghi") determinando per differenza la modifica ai saldi bancari.

All'interno di questo lasso temporale, ha agito l'Unione Europea emanando Direttive mirate a perseguire la standardizzazione dei bilanci a livello Europeo (premessa necessaria a garantire la comparabilità degli stessi) il cui recepimento nella normativa nazionale da parte dei diversi Paesi ha condotto a perseguire gli obiettivi definiti. Questo processo si è poi spinto sino a cercare di garantire la comparabilità con i bilanci prodotti nei Paesi extra-UE attraverso non solo il rispetto di un aspetto formale dei documenti di bilancio, ma arrivando a rispettare gli stessi principi contabili alla base della redazione del bilancio stesso. IASC (International Accounting Standard Committee) prima e oggi lo IASB (International Accounting Standard Board) hanno proceduto a emanare i principi contabili internazionali denominati IAS (International Accounting Standard) (oggi IFRS - International Financial Reporting Standard) cui nel 2010 si è effettuata completa revisione insieme all'emanazione di nuovi principi contabili IFRS⁸⁹.

Si è arrivati così con il Regolamento UE n. 1606/2002 (recepito con Legge n. 243/2002) e con la L.306/2003 (che esercitava le facoltà previste dall'art. 5 del Regolamento UE) a imporre alle società quotate UE con sede in UE, incluse banche e assicurazioni, a redigere il proprio bilancio di esercizio e consolidato secondo gli IAS/IFRS a partire dal 1/1/2005.

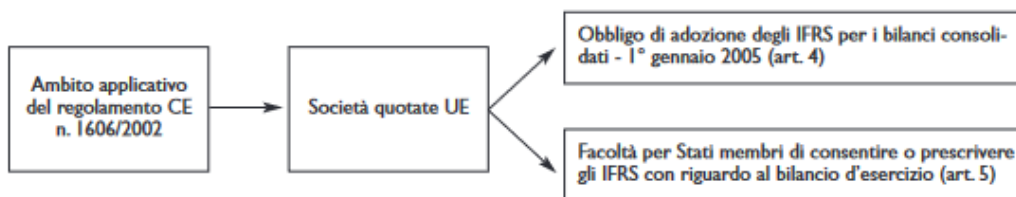


Fig. 23

⁸⁹ A partire dal 1° aprile 2001, l'elaborazione dei principi contabili internazionali è demandata allo IASB (International Accounting Standards Board) che subentra al precedente IASC. I principi contabili internazionali elaborati fino alla data sopraindicata continueranno ad essere identificati con la sigla IAS, mentre i principi di nuova elaborazione assumeranno la sigla IFRS (International Financial Reporting Standard).

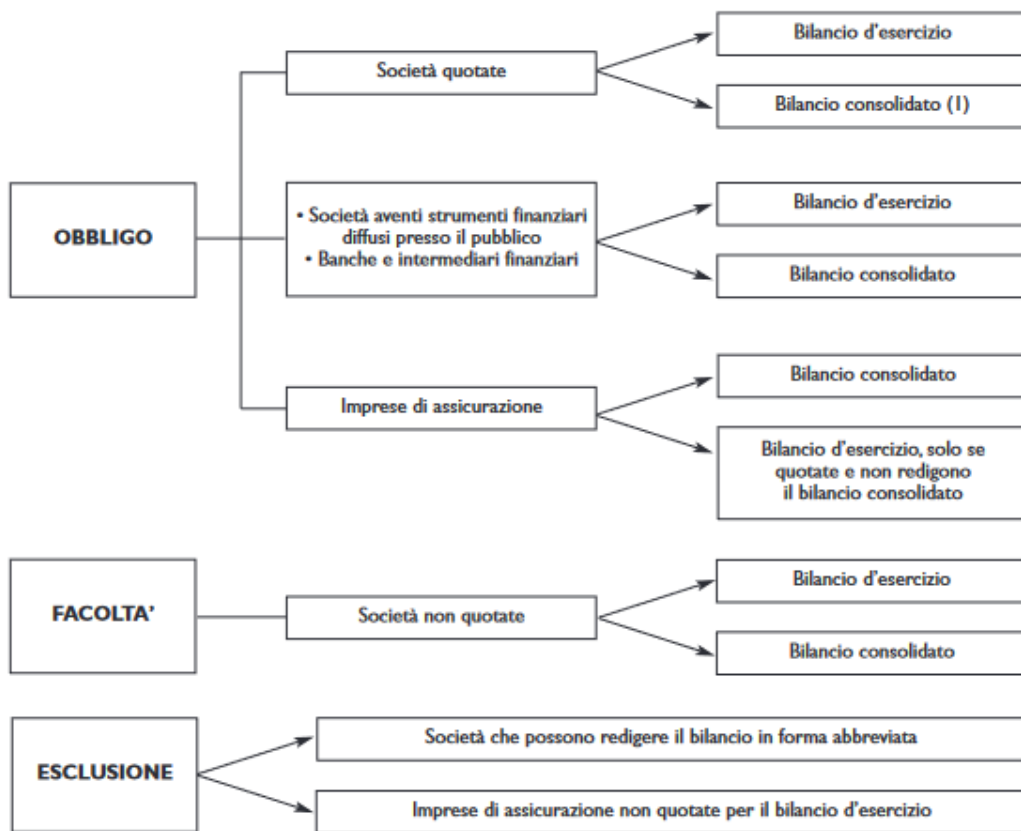


Fig. 24 - Legge 306/2003

Interessante è osservare come la Direttiva n. 2003/51 del 18 giugno 2003, tra le altre disposizioni che modificavano le normative nazionali per consentire alle società non quotate la redazione del bilancio secondo le normative nazionali (in sostanza eliminando le incompatibilità con i principi contabili internazionali), prevede l'inclusione facoltativa nella relazione sulla gestione delle informazioni che riguardano l'ambiente e il personale (opzione esercitata dal legislatore nazionale e che trova spazio nell'art. 2428 del Codice Civile).

Infine, come anticipato, la Direttiva 2014/95 (recepita con il D.Lgs. 254 del 2016), ha disposto che le imprese di maggiore dimensione (enti di interesse pubblico con almeno 500 dipendenti), fossero tenute a comunicare una serie di informazioni non finanziarie volte a spiegare l'attività dell'azienda, i risultati prodotti e le politiche attuate in ambito responsabilità sociale di impresa; in sostanza l'azione comunitaria evidenziava come il bilancio economico-patrimoniale pur costituendo il principale strumento di comunicazione aziendale, possedeva un contenuto informativo limitato.

Questa richiesta di maggiore "disponibilità di informazioni aziendali" avanzata dagli stakeholder, viene indirizzata dalle aziende sia con la produzione di documenti aggiuntivi (Bilancio Sociale,

Bilancio di Sostenibilità) sia con il tentativo di produrre un “bilancio integrato” capace di “rendere conto” delle interconnessioni tra le informazioni finanziarie e non.

Il Bilancio è quindi un documento pubblico con struttura stabilita dalla legge ma che lascia libera ogni azienda, a seconda dell'importanza che essa dà alla comunicazione, di integrarlo facendolo diventare un “rapporto annuale” che comprende informazioni che illustrano visione, missione e strategie dell'impresa: si tratta sempre però di azione “volontaria” dell'impresa connotata dall'impossibilità di individuare in essa il carattere della “comparabilità” sia tra bilanci di anni diversi prodotti dalla stessa impresa (per quanto alle informazioni aggiuntive) che tra le diverse imprese con una forte limitazione alla possibilità degli stakeholder di effettuare valutazioni precise e in tempi ragionevoli.

Stesse considerazioni possono essere effettuate per i bilanci consolidati dei Gruppi di imprese con l'aggravante di una non sempre convergente normativa nazionale alla base dell'obbligo di redazione e dalla possibilità che il bilancio consolidato sia prodotto nella sola lingua del Paese in cui ha sede la Società controllante.

b) rendicontazione di sostenibilità e valore aziendale

Abbiamo visto come il bilancio aziendale possa essere “integrato” da informazioni aggiuntive con oggetto anche la sostenibilità dell'impresa e come l'operazione sia di fatto associata alla produzione di un allegato aggiuntivo al bilancio di esercizio o consolidato, il “report di sostenibilità”.

Il report di sostenibilità intende comunicare agli stakeholder, gli impatti economici, sociali ed ambientali prodotti dalle attività d'impresa⁹⁰ e il collegamento tra la strategia aziendale e il proprio impegno sociale; ci si può riferire al reporting di sostenibilità anche parlando di “non financial reporting”, “triple bottom line reporting” e “corporate social responsibility (CSR) reporting”.

Come emerso in precedenza ciò che assume importanza nell'adozione di una modalità di rendicontazione di informazioni non finanziarie è poter fare riferimento a modelli uniformi disponibili che aiutano, da un lato a non dimenticare di comprendere nello stesso informazioni rilevanti e dall'altro consentono l'adozione di criteri oggettivi utili a garantire la comparabilità nel tempo e tra imprese diverse.

⁹⁰ Carroll, «Corporate Social Responsibility».

I report di sostenibilità elaborati negli anni, possono raggrupparsi in “standard di contenuto” che cercano di definire la materia ed il contenuto e in “standard di processo” che mirano a misurare i risultati di sostenibilità ottenuti. Entrambi gli standard garantiscono l’uniformità del metodo adottato e la comparabilità tempo-spazio (tra la stessa impresa nel tempo e tra diverse imprese tra loro). Altra distinzione che possiamo fare è tra rendicontazione di sostenibilità “volontaria” (basata quindi preferibilmente su standard internazionali) e “obbligatoria” ovvero dettata da norme di legge nazionali (vedi DNF di cui alla Direttiva UE n. 95/2014) che comunque tendono sempre più a raccordarsi con gli standard internazionali maggiormente diffusi (standard internazionali che a loro volta convergono verso gli standard considerati migliori).

Di seguito una sintesi dei principali modelli di riferimento in ambito misurazione della CSR di impresa:

Ente emittente	Tipologia	Sintesi	riferimento
United Nations Global Compact	Principi generali	10 principi universalmente accettati in ambito diritti umani, standard lavorativi, tutela dell’ambiente e lotta alla corruzione. Lanciato nel 2000, oggi oltre 9000 aziende aderenti in oltre 166 Paesi.	91
Social Accountability 8000 (SA8000)	Standard di processo	Requisiti per comportamento eticamente corretto dell’azienda verso i lavoratori. Costituisce il primo standard internazionale con cui si garantisce il rifiuto delle condizioni di lavoro disumane, lo sfruttamento del lavoro, la retribuzione iniqua e l’insalubrità del luogo di lavoro. Adottato da 3.888 aziende in 68 nazioni. ⁹²	93
AccountAbility 1000 (AA1000)	Standard di processo	Indica regole procedurali per per la predisposizione di un sistema di rendicontazione sulle “prestazioni etico-sociali dell’impresa”. Chiede un coinvolgimento degli stakeholder e attribuisce importanza alla revisione indipendente.	94
GRI	Standard di contenuto	Standard per la rendicontazione di	95

⁹¹ «The Ten Principles | UN Global Compact».

⁹² Francesca Manes Rossi, Rebecca Levy Orelli, Carlotta del Sordo, *Integrated Reporting e valore aziendale*.

⁹³ «SA8000® Standard».

⁹⁴ «AccountAbility».

		sostenibilità	
Gruppo di studio Bilancio Sociale (GBS)	Standard di contenuto	Costituito nel 2001 da 32 partecipanti in rappresentanza di 13 Università italiane, degli Ordini professionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri e di alcune delle principali Società di revisione e di altri Enti	96

Fig. 25

1) Global Reporting Initiative - GRI Standards

Un commento specifico è d’obbligo per le linee guida del Global Reporting Initiative GRI; il GRI fu fondato a Boston nel 1997 dall’associazione non profit CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies) per progettare un framework di rendicontazione ambientale in linea con i principi di condotta socialmente responsabile propri del CERES.

Nel 2002 l’UNEP (United Nations Environment Programme), un organismo ONU, riconobbe il GRI come organizzazione in collaborazione con essa, istituendone la sede ad Amsterdam.

Col passare degli anni il GRI si è sviluppato elaborando documenti sempre più completi sino a diventare lo standard di riferimento a livello internazionale per le aziende che realizzano il loro report di sostenibilità; in Italia i “GRI Standards” sono adottati dal 100% delle aziende quotate soggette al D.Lgs. 254/2016 (*Osservatorio sulla Dichiarazione Non finanziaria* di Deloitte Italia, 4^a edizione Febbraio 2022).⁹⁷

L’attuale struttura dei GRI standard, comprende 3 standard universali (serie 100): GRI101-102-103 e 33 standard specifici: 6 per il GRI 200 (Economic),8 per il GRI 300 (Environment) e 19 per il GRI 400 (Social).

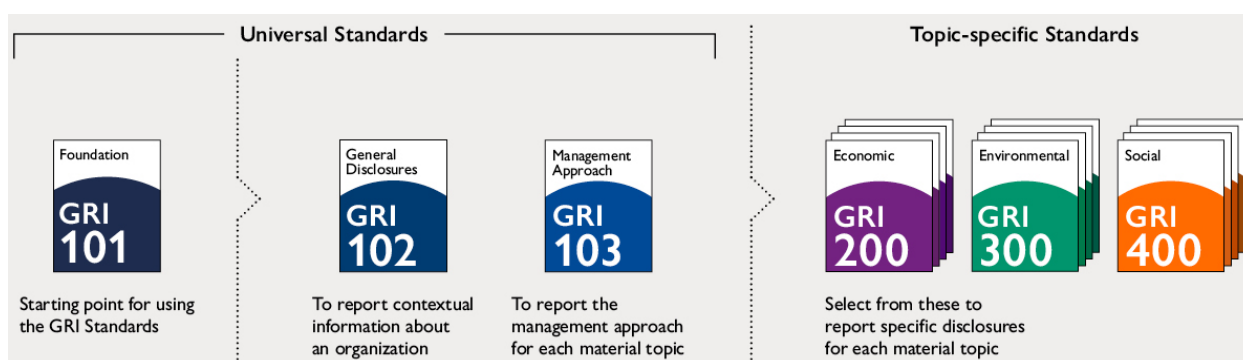


Fig. 26

Il GRI 101 è suddiviso in tre sezioni che si occupano:

⁹⁵ «GRI - GRI Standards Italian Translations».

⁹⁶ «2013 - Il bilancio sociale standard, principi di redazio.pdf».

⁹⁷ «Osservatorio DNF 2022 Deloitte.pdf».

- > dei “principi di reporting (di rendicontazione)” che definiscono il “contenuto” del report e la “qualità” con cui deve essere prodotto (Fig. 27);
- > del “processo” da utilizzare per la redazione del report incluso la determinazione della “materialità” (aspetti rilevanti) dei temi di sostenibilità che presentano i maggiori rischi o opportunità;
- > delle “modalità di utilizzo” degli Standard ovvero in che modo i GRI Standards possono essere utilizzati e quali sono le dichiarazioni specifiche, o le dichiarazioni di utilizzo, richieste alle organizzazioni che intendono utilizzarli.

Principi di rendicontazione per la definizione dei contenuti del report	Principi di rendicontazione per la definizione della qualità del report
<ul style="list-style-type: none"> • Inclusività degli stakeholder • Contesto di sostenibilità • Materialità • Completezza 	<ul style="list-style-type: none"> • Accuratezza • Equilibrio • Chiarezza • Comparabilità • Affidabilità • Tempestività

Fig. 27

Sotto in sintesi l’oggetto dei principi di rendicontazione per la definizione dei contenuti e della qualità.⁹⁸

# principio	Contenuto
Inclusività degli stakeholder	1.1 L'organizzazione deve identificare i propri stakeholder e spiegare in che modo ha risposto ai loro ragionevoli interessi e aspettative.
Contesto di sostenibilità	1.2 Il report deve presentare le performance dell'organizzazione nel contesto più ampio della sostenibilità.
Materialità (*)	1.3 Il report deve includere temi che: 1.3.1 riflettono gli impatti economici, ambientali e sociali significativi dell'organizzazione, o 1.3.2 influenzano in modo sostanziale le valutazioni e le decisioni degli stakeholder.
Completezza	1.4 Il report deve trattare i temi materiali e i loro perimetri in misura sufficiente a riflettere impatti economici, ambientali e sociali significativi e consentire agli stakeholder di valutare le performance dell'organizzazione nel periodo di rendicontazione.

⁹⁸ «italian-gri-101-foundation-2016.pdf».

Accuratezza	1.5 Le informazioni oggetto di rendicontazione devono essere sufficientemente accurate e dettagliate da consentire agli stakeholder di valutare le performance dell'organizzazione.
Equilibrio	1.6 I dati riportati devono riflettere aspetti negativi e positivi della performance dell'organizzazione in modo da consentire una valutazione ponderata della performance generale.
Chiarezza	1.7 L'organizzazione deve rendere i dati disponibili in modo tale che risultino comprensibili e accessibili agli stakeholder che li utilizzano.
Comparabilità	1.8 L'organizzazione deve selezionare, compilare e rendicontare le informazioni in modo coerente. Le informazioni oggetto di rendicontazione devono essere presentati in modo tale da consentire agli stakeholder di analizzare i cambiamenti della performance dell'organizzazione nel tempo e che potrebbero supportare l'analisi relativa ad altre organizzazioni.
Affidabilità	1.9 L'organizzazione deve raccogliere, registrare, compilare, analizzare e presentare le informazioni e i processi impiegati nella redazione del report in modo tale che risultino esaminabili e sia possibile definirne qualità e materialità.
Tempestività	1.10 L'organizzazione deve pubblicare report con cadenza periodica affinché i dati siano disponibili nei tempi necessari a consentire agli stakeholder di assumere decisioni consapevoli.

Fig. 28

Rappresentazione visiva della prioritizzazione dei temi

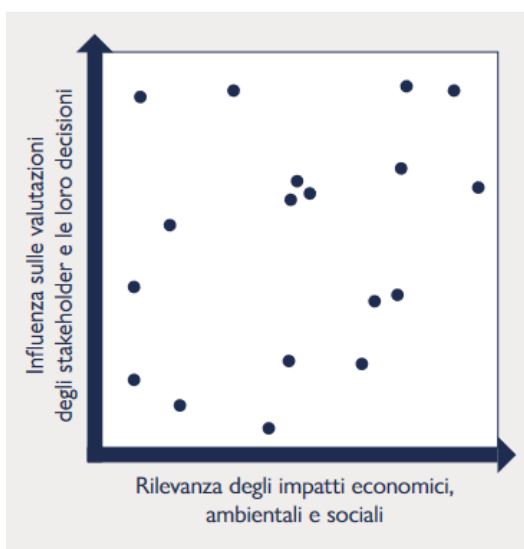
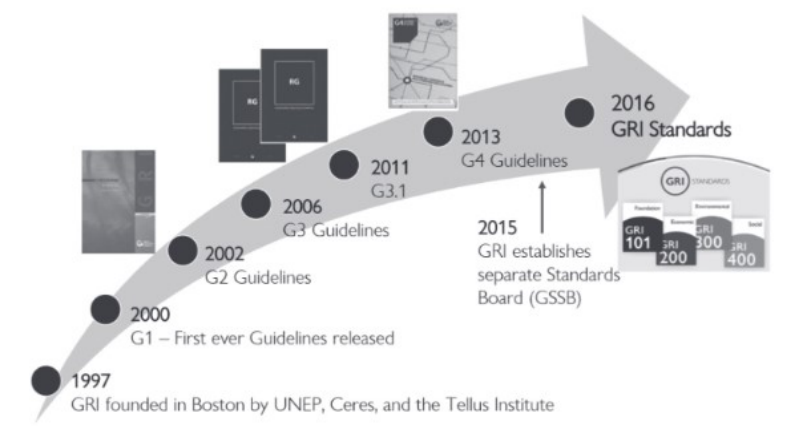


Fig. 29 (*) tratta da GRI101: <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>

Sino a tutto il 2022, lo standard GRI prevede che il modello di rendicontazione possa essere adottato in modalità *core* (base) o *comprehensive* (avanzata); l'opzione core concede una

semplificazione limitando la compliance a solo alcuni dei requisiti previsti dalla norma GRI102 e analogamente per quanto agli standard tematici (GRI200-300 e 400).



Fonte: GRI, *Evolution of the GRI Guidelines and Standards*, da *Introduction to the GRI Standards*, www.globalreporting.org

Fig. 30

Nell'Ottobre 2021, in adozione da Gennaio 2023, il GSSB (Global Sustainability Standards Board) ha sottoposto a revisione i tre standard universali del 2016 (GRI101, GRI102 e GRI103) rivisti con lo scopo di rendere il reporting aderente ai principi internazionali di *governance responsabile*, *due diligence*, e il *rispetto dei diritti umani*; sono a tal fine considerate numerose linee guida intergovernative tra cui *quella "OCSE sulla due diligence per la condotta d'impresa responsabile"*⁹⁹ e i *"Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani"*¹⁰⁰. Questa revisione abbandona i modelli di rendicontazione "core" e "comprehensive"; si potrà rendicontare i propri impatti esclusivamente tramite le seguenti opzioni:

- "in accordance with" (GRI Standards): quando un'organizzazione è in grado di soddisfare tutti i requisiti obbligatori dello standard;
- "with reference to" (GRI Standards): quando un'organizzazione non è in grado di soddisfare i requisiti obbligatori dello standard GRI o vuole rendicontare solo specifiche informazioni.

Il GRI102-2016 "General Disclosures" si riferisce invece ai contenuti del reporting ed è diviso in sei sezioni:

- assetto organizzativo dell'azienda;

⁹⁹ «Guida-dell-ocse-sul-dovere-di-diligenza-per-la-condotta-d-impresa-responsabile.pdf».

¹⁰⁰ «ONU HUMAN RIGHTS AND TRANSNATIONAL CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTERPRISES.pdf».

- strategia dell'azienda (inclusa vision e mission);
- etica e integrità;
- governance;
- coinvolgimento degli stakeholder;
- profilo del report ovvero periodo di riferimento e perimetro di rendicontazione.

Il GRI103-2016 “Management Approach” illustra la gestione delle minacce e opportunità in ambito ambientale, sociale ed economico che l'azienda effettua.

Gli standard di settore sono il GRI200 in ambito economico con “6 topics”, il GRI300 in ambito ambientale con “8 topics” e il GRI400 con “19 topics” in ambito sociale.

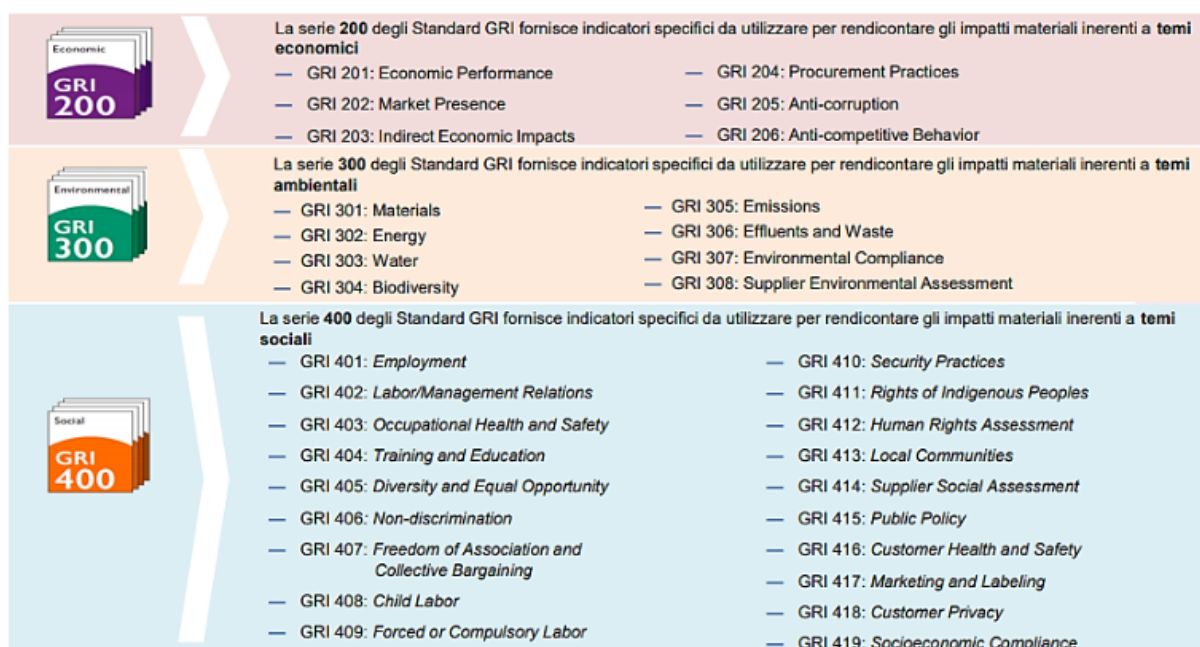


Fig. 31

I GRI Standard consentono il pieno rispetto della Direttiva 2014/95/EU relativa alla produzione della DNF (documentazione non finanziaria), in tal senso è stata elaborata una tavola di raccordo che aiuta allo scopo.¹⁰¹

2) Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale

Il GBS (Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale) si è costituito nell'ottobre del 2001 con l'obiettivo dello “sviluppo e promozione della ricerca scientifica sul Bilancio Sociale e sulle tematiche inerenti ai processi di gestione responsabile di imprese al fine di favorire la diffusione della responsabilità sociale aziendale e la sua applicazione nei contesti nazionale ed

¹⁰¹ «linking-gri-standards-and-european-directive-on-non-financial-and-diversity-disclosure.pdf».

internazionale”; il Bilancio Sociale è documento che si deve presentare in modo “separato” dagli altri bilanci e deve rispettare i 17 principi di redazione da esso previsti che hanno l’obiettivo di garantire a tutti gli stakeholder una informazione chiara e utile.

Il GBS si compone di cinque parti: *identità aziendale e contesto, riclassificazione dei dati contabili e calcolo del valore aggiunto, relazione socio ambientale, sezioni integrative, appendice.*

La riclassificazione dei dati contabili e il calcolo del valore aggiunto, costruisce il legame tra il bilancio sociale e i dati economici; il valore aggiunto è poi ripartito verso gli stakeholder (dipendenti, Pubblica Amministrazione, Istituti Finanziari, Soci, liberalità, azienda). Per quanto alla relazione socio-ambientale, si deve presentare cosa si voleva realizzare e cosa si è realizzato; la parte “sezioni integrative” è facoltativa e contiene informazioni sociali di minor rilievo. L’appendice è parte tecnica che contiene i dettagli con cui si è riclassificato il bilancio.

Il Bilancio Sociale può rappresentare il modo più “soft” per una impresa di approcciare il tema della Corporate Social Responsibility da far evolvere successivamente verso una reportistica GRI o <IR> (in approfondimento con il presente capitolo).

c) rendicontazione integrata e valore aziendale

Si è già detto in apertura del significato da associare alla “rendicontazione integrata” che intende in unico report inserire le informazioni finanziarie e non, senza che questo si realizzi facendo confluire in un unico report la sommatoria delle informazioni originariamente presenti in due o più documenti diversi, ma rendendo evidenti come le performance finanziarie siano collegate a quelle socio-ambientali; si tratta in sostanza di rendere conto anche delle esternalità intangibili che hanno inciso positivamente o negativamente nella creazione di valore per l’impresa nel breve, medio e lungo termine.

Condizione necessaria per ottenere un report integrato è però “modificare” il metodo di lavoro dell’impresa arrivando a far crescere la consapevolezza nelle diverse componenti aziendali, che ogni loro decisione influenza e determina le prestazioni delle altre a maggior ragione se si decide di valorizzare le dimensioni ambientali e sociali e se si intende perseguire una crescita di valore nel medio-lungo termine.

L’<IR> è in grado di comunicare in modo più efficace con l’esterno sia in conseguenza delle maggiori informazioni fornite (con riduzione dell’asimmetria informativa) che per la facilità della

loro interpretazione essendo “nativa” la relazione tra le informazioni finanziarie e non finanziarie: non si rendicontra di più ma si rendicontra meglio.

Associato all’”integrating reporting” vi è l’”integrated thinking”.

Il reporting integrato secondo Eccles e Krzus¹⁰² è in grado di apportare quattro benefici principali all’azienda:

- 1) offrire maggiore chiarezza sulle relazioni e impegni assunti dall’azienda,
- 2) supportare il processo decisionale verso scelte sostenibili,
- 3) facilitare il maggior coinvolgimento di tutti gli stakeholder,
- 4) ridurre il rischio reputazionale.

Interessante è inoltre la capacità dell’<IR> di evidenziare le connessioni tra i diversi “capitali” presenti in azienda (finanziario, produttivo, intellettuale, umano, naturale e sociale) non essendo il solo capitale finanziario o produttivo capace di accrescere il valore dell’impresa nel lungo termine.

Migliorare il coinvolgimento degli stakeholder conduce anche a monitorare gli atteggiamenti sociali, le loro tendenze, i media con l’effetto di rendere dinamica l’azienda che rimane al passo con la collettività in cui opera.

Segue una tabella in cui si raccolgono i diversi Paesi e le normative emanate per “comunicare” informazioni non finanziarie in aggiunta al classico bilancio di esercizio: è da qui che parte l’interesse a valutare il reporting integrato¹⁰³.

Anno e Paese di introduzione	Norma di legge / ente emanante	Contenuti
2006 – Regno Unito	Company Act	Obbligo per imprese quotate in Borsa di pubblicare report contenenti informazioni non finanziarie: Strategic Report e Director’s Report.
2013 – Regno Unito	Parlamento Britannico	Aziende quotate al London Stock Exchange o al NYSE di fornire disclosure sul rispetto dei diritti umani e dei sessi nell’azienda.
2014 – Regno	Financial Reporting	Linee guida per lo Strategic Report. ¹⁰⁴

¹⁰² «One Report».

¹⁰³ Francesca Manes Rossi, Rebecca Levy Orelli, Carlotta del Sordo, *Integrated Reporting e valore aziendale*.

Unito	Council	
2010 – Germania	GAS 15 – Principio Contabile n.15	Obbligo di rilasciare informazioni socio ambientali, di governance e di illustrare le prospettive aziendali per il futuro.
2010 – Sud Africa	Johannesburg Securities Exchange	Obbligo di redazione del reporting integrato per tutte le società quotate (King III).
2012 – Francia	Grenelle II	Obbligo di redazione di report socio-ambientali per le aziende i cui bilanci sono tenuti alla revisione.
2012 – Spagna	Sustainable Economy Act	Obbligo per le Società partecipate dal pubblico di diffondere report annuali in tema di sostenibilità e di governance conformi agli standard internazionali.
2016 – Singapore	Singapore Stock Exchange (SGX)	Obbligo per le società quotate di pubblicare il report di sostenibilità.
2017 – India	Security Stock Exchange Board of India	Obbligo per le prime 500 società quotate di pubblicare il Business Responsibility Report richiamando il reporting integrato <IR>.
2014 – Nigeria	Banca centrale	Obbligo per le Banche e Istituzioni Finanziarie a rendicontare le tematiche di sostenibilità e di corporate governance.
2013 e 2015 – India	Security Exchange Board	Obbligo per le prime 100 società quotate (dal 2015 per tutte) di rendicontare la responsabilità sociale, economica ed ambientale nel proprio annual report.
2011 – Brasile	Sao Paulo Stock Exchange	Obbligo di includere nei bilanci informazioni non finanziarie con un integrating reporting o bilancio di sostenibilità.
2012 – Giappone	Ministero Economia	Istituzione di una task force per la definizione di un reporting integrato.
2012 – Italia	Netwok Italiano per il Business Reporting (NIBR)	Costituzione del NIBR referente in Italia del WICI (World Intellectual Capital Initiative Network for Europe) per lo sviluppo di informazioni non finanziarie.

¹⁰⁴ «Guidance-on-the-strategic-report-2014.pdf».

2011 – Italia	Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili.	Adesione al progetto IIRC (Internationale Integrated Reporting Committee) come modello idoneo a rispettare le richieste UE in termini di disclosure.
2014 – Europa	Direttiva 95/2014	Obbligo per le imprese di maggiori dimensioni, di realizzare la DNF per diffondere informazioni non finanziarie.

Fig. 32

Il Sud Africa è l'unico stato ad aver posto l'obbligo di redazione dell'<IR>; le ragioni risalgono alla necessità di attrarre investitori esteri per uscire dall'isolamento conseguente a 40 anni di apartheid. Il Board con il compito redigere le linee guida del nuovo sistema di reporting è stato assegnato a Mervyn King che è arrivato nel 2016 alla 4^a stesura del codice di corporate governance.

Nel 2010 è stato costituito Integrated Reporting Committee of South Africa (IRCSEA) con l'obiettivo di predisporre un insieme di linee guida alla base della stesura del reporting integrato; a breve distanza nell'agosto 2010 è stato costituito l'IIRC (Internationale Integrated Reporting Committee) divenuto poi l'organismo internazionale più importante in tema di integrated reporting.

1) International Integrated Reporting Council

Nel dicembre 2009, l'organizzazione non profit inglese "Prince's Accounting for Sustainability Project (A4S)" a seguito di un evento organizzato alla presenza di investitori, standard setter (International Accounting Standards Board (IASB) e Financial Accounting Standards Board (FASB)), aziende, organismi della professione contabile e rappresentanti delle Nazioni unite, avviò una preliminare valutazione sull'opportunità di istituire un organismo internazionale dedicato allo sviluppo delle linee guida per la redazione di un reporting capace di riunire le informazioni presenti nel bilancio finanziario e nei report di sostenibilità.

A questa attività seguì nell'agosto 2010 la formale costituzione dell'"Integrated International Reporting Committee" (IIRC) ad opera di A4S e del Global Reporting Initiative (GRI)¹⁰⁵, insieme ad altre organizzazioni, quali le principali aziende multinazionali, le grandi società di consulenza e revisione, soggetti indipendenti e istituti nazionali e organizzazioni internazionali della

¹⁰⁵ «Press-Release1.pdf».

professione contabile, tra le quali l'International Federation of Accountants (IFAC), IASB, FASB e IOSCO¹⁰⁶.

IIRC a Settembre 2011 produsse il primo *discussion paper* (che definisce i requisiti e principi guida del reporting integrato) a cui seguì nel novembre 2012 il primo *draft*, nell'aprile 2013 la prima bozza e l'8 dicembre 2013 la versione 1.0 definitiva dell'”<IR> Framework”.

L'<IR> Framework indica i principi generali da osservare per la sua redazione insieme al processo da seguire; non definisce quali sono gli indicatori chiave da prevedere nel report né i criteri da applicare per valutarli, lasciando ampia libertà nella scelta all'impresa. Tutto questo è per mantenere il report connotato da equilibrio tra prescrizione e flessibilità anche per facilitarne l'adattamento alle norme vigenti nei vari Paesi e favorirne l'adozione; l'<IR> è un “open space” che ciascuna azienda può “riempire” valorizzando gli ambiti che di maggiore rilevanza e interesse degli stakeholder.

L'<IR> richiede che la governance aziendale si assuma la responsabilità per quanto dichiarato nel report; in difetto va definito il ruolo dei diversi soggetti che hanno partecipato alla redazione del report e il percorso che condurrà in futuro alla dichiarazione di responsabilità. Quanto alla critica sulla focalizzazione principale del report verso gli investitori, IIRC assicura che è necessaria la focalizzazione per mantenere il report sintetico ma precisando che trovano comunque spazio gli interessi di tutti gli stakeholder.

L'<IR> sottolinea come il valore dell'impresa vada inteso come valore creato per l'organizzazione e per gli altri stakeholder, generato dalla trasformazione dei capitali (finanziario, produttivo, umano, intellettuale, naturale e sociale).

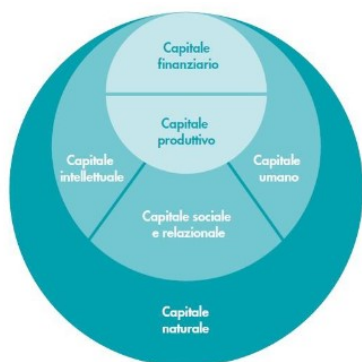


Fig. 33 - Fonte: IIRC – Consultation Draft of the <IR> International Framework

¹⁰⁶ International Organization of Securities Commissions: è un'associazione di organizzazioni che regolano i mercati mondiali di titoli e futures.

Da segnalare come sia oggi disponibile la versione 2021 dell’<IR> Framework che mantenendo invariata la struttura, persegue l’obiettivo generale di migliorare la qualità e chiarezza delle informazioni attraverso la riformulazione di alcuni concetti, ampliandoli al fine di fornire al lettore e utilizzatore del report una maggiore rapidità nel cogliere i concetti chiave.

Gli interventi effettuati hanno riguardato:

- la riformulazione del focus della comunicazione dell’<IR>:
 - ribadita la centralità dell’agire integrato (integrated thinking) alla base dell’<IR> (capace di garantire stabilità e sostenibilità finanziaria dell’impresa e quindi allocazione efficiente del capitale effettuata dagli investitori), si richiama l’inserimento in un sistema di reporting in cui si riconosce l’importanza degli standard che affrontino il concetto della misurazione e presentazione dei “capitali” e l’audit efficace;
 - non si parla più di creazione del valore ma si introduce una comunicazione più ampia che include anche il mantenimento e l’erosione del valore;

Figura 1. La creazione, conservazione o erosione di valore per l’organizzazione e per altre entità

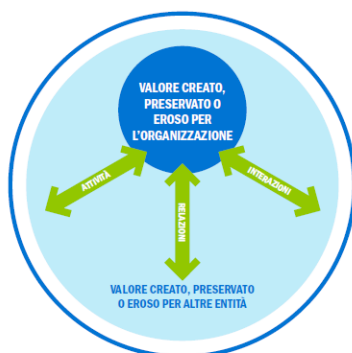
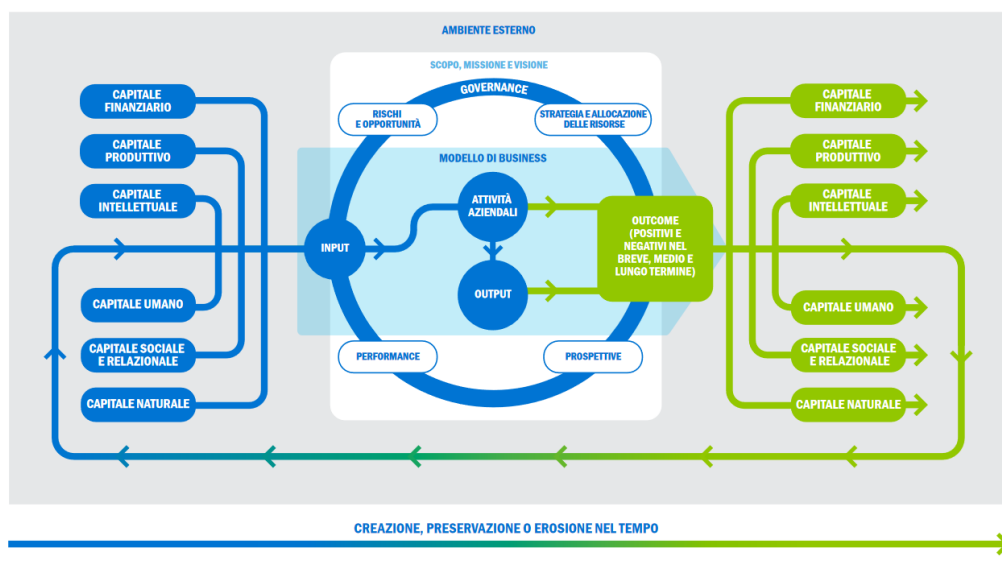


Fig. 34 - www.integratedreporting.org (pag.16)

- maggior chiarimento su “output”, “outcome” e introduzione del “purpose” (scopo):
 - gli “outcome” sono prodotti non più solo dagli “output” dell’azienda, ma anche dall’attività produttiva di questa e hanno riferimento temporale breve/medio/lungo;



www.integratedreporting.org

Fig. 35

- alla “vision” (lettura dello spazio che si individua nel settore per l’impresa) e “mission” (strategia con cui perseguire la “vision”), si aggiunge il “purpose” (lo scopo)
- chiarimento su governance e responsabilità del report integrato:
 - si semplifica la richiesta di responsabilità ai redattori dell’<IR> e si chiarisce che la garanzia di rispondenza ai principi di redazione deve fornirla chi “ha la responsabilità della governance aziendale” e non i “membri della governance aziendale”;
- miglioramenti all’organizzazione dei contenuti:
 - c’è un cambiamento di struttura e in generale vi sono nel documento collegamenti ipertestuali.

Sul legame tra <IR> versione 2021 e Direttiva CSRD (che sostituisce la Direttiva DNF), sotto si evidenziano in rosso le parti in comune.



Fig. 36

2) Gli standard SASB

SASB (Sustainability Accounting Standards Board) nasce nel 2011 come organizzazione no profit indipendente con l'obiettivo di fornire quelle tra le informazioni sulla sostenibilità di una impresa capaci di generare il maggior impatto finanziario (maggiormente rilevanti); lo standard realizzato suddivide il settore di attività delle imprese in 77 sottosectori associando a ciascuno di questi il sottoinsieme delle questioni ambientali, sociali e di governance più rilevanti ovvero che hanno una ragionevole probabilità di avere un impatto sulle performance operative e finanziarie dell'impresa e sul suo profilo di rischio, fornendo quindi informazioni di grande interesse per gli investitori.

L'approccio si differenzia da quello dello standard GRI, metodologia di riferimento in Europa, che ha invece l'obiettivo di valutare l'impatto economico, ambientale e sociale di un'impresa e quindi i suoi contributi (positivi o negativi) allo sviluppo sostenibile.

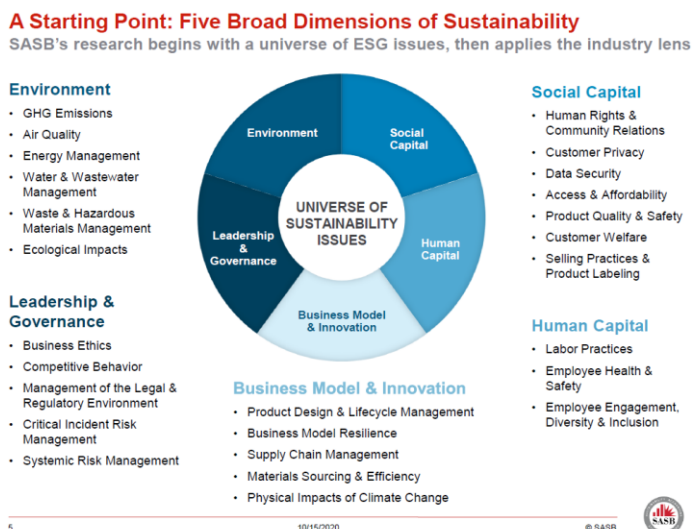


Fig. 37

Lo standard SASB opera su 5 dimensioni di sostenibilità: ambiente, capitale sociale, capitale umano, business model & innovation, leadership & governance suddivise in 26 variabili; SASB quindi divide l'industria in 11 settori e in 77 sottosectori (vedi sotto una estrazione dal report del CEO di SASB del 17 Ottobre 2020) detto "Sustainable Industry Classification System (SICS®).



Technology & Communications

- Electronic Manufacturing Services & Original Design Manufacturing
- Hardware
- Internet Media & Services
- Semiconductors
- Software & IT Services
- Telecommunication Services



Transportation

- Air Freight & Logistics
- Airlines
- Auto Parts
- Automobiles
- Car Rental & Leasing
- Cruise Lines
- Marine Transportation
- Rail Transportation
- Road Transportation

Fig. 38 - SASB 17 ottobre 2020¹⁰⁷

Per ogni tematica ambientale, sociale e di governance, SASB identifica KPI “materiali” diversi a seconda del comparto.

3) Recenti evoluzioni di <IR> e SASB

Nel novembre 2020 l’International Integrated Reporting Council (IIRC) e il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) hanno annunciato l’intenzione di volersi fondere nella Value Reporting Foundation (VRF) arrivando a chiudere l’operazione nel giugno 2021; Value Reporting Foundation controllava così l’Integrated Thinking Principles, l’Integrated Reporting Framework (<IR> Framework) e gli standard SASB, strumenti progettati per aiutare le aziende e gli investitori a sviluppare una comprensione condivisa del valore aziendale.

Nel novembre 2021, la Fondazione IFRS¹⁰⁸ ha annunciato di voler istituire l’International Sustainability Standards Board (ISSB) con l’obiettivo di concentrare la reportistica di sostenibilità e creare una forte sinergia con IASB (anch’essa controllate da IFRS) al fine di garantire una maggiore chiarezza e forza alla reportistica finanziaria e non finanziaria, costituendo un polo unico capace di sviluppare una linea di standard di divulgazione finanziaria e di sostenibilità di alta qualità per soddisfare le esigenze di informazione degli investitori.

¹⁰⁷ «10152020-sasb-sec-amac-esg-subcommittee.pdf».

¹⁰⁸ La IFRS Foundation è un’organizzazione senza fini di lucro creata che sviluppa standard di rendicontazione finanziaria che soddisfano l’esigenza degli investitori e degli altri partecipanti al mercato dei capitali, di disporre di informazioni affidabili, trasparenti e comparabili per prendere decisioni economiche. Gli standard “IFRS Accounting Standards” e “IFRS Sustainability Disclosure Standards” sono sviluppati dall’International Accounting Standards Board (IASB) e dall’International Sustainability Standards Board (ISSB).

La Fondazione IFRS il 1 agosto 2022 completava il consolidamento con VRF e il Carbon Disclosure Standards Board (CDSB) rispettando l'impegno assunto alla COP26 (conferenza delle Nazioni Unite sui cambiamenti del clima tenuta a novembre 2021) di giungere a consolidare il personale e le risorse delle principali iniziative globali di divulgazione della sostenibilità per supportare il lavoro della nuova International Sustainability Standards Board (ISSB) della Fondazione IFRS a cui si è assegnata la responsabilità di sviluppare una linea di base globale completa di informative sulla sostenibilità per i mercati dei capitali.

Gli standard SASB del VRF diventano così punto di partenza fondamentale per lo sviluppo degli IFRS Sustainability Disclosure Standards, mentre l'<IR> Framework fornisce la connettività tra i bilanci e le informative finanziarie relative alla sostenibilità.

IASB e ISSB della Fondazione IFRS assumono la responsabilità congiunta dell'Integrated Reporting Framework e concorderanno come integrare l'Integrated Reporting Framework nei loro progetti e requisiti di definizione degli standard.

Erkki Liikanen, presidente degli IFRS Foundation Trustees, ha dichiarato¹⁰⁹:

“Sono lieto che la Fondazione IFRS abbia finalizzato il consolidamento con il VRF. Questo consolidamento segue il successo del consolidamento del Climate Disclosure Standards Board a febbraio. Questi consolidamenti ci aiutano a rispondere alla domanda delle parti interessate e a mantenere l'impegno preso alla COP26: armonizzare il panorama della divulgazione di sostenibilità e basarsi sul lavoro delle iniziative di rendicontazione esistenti”.

Richard Sexton e Robert K. Steel, copresidenti del Value Reporting Foundation Board, hanno commentato¹¹⁰:

“L'Integrated Reporting Framework e gli Standard SASB sono stati sviluppati per soddisfare la domanda del mercato di strumenti efficaci di reporting e gestione. La loro adozione in tutto il mondo ha consentito alle aziende di fornire volontariamente informazioni comparabili, coerenti e affidabili agli investitori. Ora, guardiamo a un futuro nell'ambito della IFRS Foundation in cui questi strumenti possono aiutare a fornire una linea di base globale per l'informativa sulla sostenibilità, collegata ai rendiconti finanziari. Sappiamo che il team VRF, mentre assume nuovi ruoli insieme ai colleghi nella Fondazione IFRS, è pronto ad affrontare questa nuova sfida e

¹⁰⁹ «IFRS Foundation completes consolidation with Value Reporting Foundation | Integrated Reporting».

¹¹⁰ «IFRS Foundation completes consolidation with Value Reporting Foundation | Integrated Reporting».

portare a termine questa missione. Contiamo sul supporto continuo dei nostri stakeholder a livello globale per consentirci di raggiungere questo obiettivo".

4) Il framework WICI

WICI, acronimo di World Intellectual Capital/Asset Initiative, è stato costituito nel 2007 con il fine di redigere un framework per il reporting aziendale che possa rappresentare la relazione tra la dimensione intangibile e i risultati aziendali il tutto finalizzato a migliorare le decisioni relative all’allocazione di capitali. Nel 2008 ha prodotto un primo set di informazioni e la tassonomia XBRL e nel 2016 il primo framework; nei propri obiettivi anche lo sviluppo di appositi KPI con cui valorizzare sia le informazioni finanziarie che non finanziarie.

d) <IR> Framework: concetti fondamentali, principi guida ed elementi di contenuto

Concetti fondamentali, principi guida ed elementi di capitale, costituiscono rispettivamente il “capitolo 2” della “parte 1” e il “capitolo 3 e 4” della “parte 2” del Framework (l’executive summary) dell’<IR>.

Il processo attraverso il quale il valore è creato, preservato o eroso si fonda sui “capitali” e da come si modificano per effetto delle attività aziendali; proprio in considerazione del fatto che il reporting in commento è “integrato” i capitali sono anche “non finanziari” ovvero non rappresentati da un valore economico.

L’<IR> Framework è “una comunicazione sintetica (e volontaria) che illustra come la strategia, la governance e le prospettive future di una organizzazione consentono di creare, preservare, o erodere valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto in cui essa opera”.¹¹¹

Ambiente esterno, governance, modello di business, attività aziendali, outcome, rischi e opportunità, strategie e allocazione risorse, performance e prospettive future, devono trovare adeguato spazio nell’<IR>.

1) I capitali

L’IR individua i seguenti “capitali”:

- capitale finanziario;
- capitale tecnico-produttivo;
- capitale intellettuale: costituito dai brevetti aziendali, dalle capacità di “fare” dell’impresa mappate nei processi aziendali e trasferibili al personale assunto dall’impresa. Si tratta del

¹¹¹ «IRFRAMEWORK_ITALIANO.pdf».

know-how aziendale che pervade la struttura e non è associato alle abilità di un particolare collaboratore;

- capitale umano: competenze, capacità ed esperienza dei collaboratori che impattano sulla capacità di “produzione” dell’impresa;
- capitale sociale e relazionale: si tratta delle relazioni costruite e intrattenute con gli stakeholder dall’azienda;
- capitale naturale: si tratta delle risorse naturali che partecipano al processo produttivo dell’azienda.

Trovano spazio nell’integrated reporting anche le risorse che non sono in via esclusiva dell’impresa.

L’interazione tra questi capitali è continuamente posta in essere dall’azione dell’impresa e l’<IR> vuole “abituare” a comprendere che ogni azione genera una trasformazione dei capitali e indirizzarne la variazione (o se riferita a risorse esterne all’azienda definire una reazione a sue variazioni) è molto importante per raggiungere un complessivo incremento di valore dell’impresa.

Il valore creato dall’azienda si divide poi in valore creato per l’organizzazione stessa (di solito ci si riferisce al capitale finanziario) e per le altre entità (vantaggi creati per tutti gli stakeholder) in una prospettiva in cui si ritiene che un investitore non sia solo interessato al profitto ma anche al valore creato in ambito socio-ambientale.

L’<IR> misura le variazioni di questi capitali (e le trasformazioni) per verificare la creazione di valore dell’azienda; nel report va data indicazione dei capitali sia in termine di stock (valore assoluto) che di flusso (variazione in incremento o decremento o loro trasformazione).¹¹²

L’organizzazione aziendale con il proprio modello di business (business model), utilizza i diversi capitali e li converte in “output” (prodotti/servizi/semilavorati/scarti/etc.) con le proprie attività; le attività aziendali e gli output producono gli “outcome” ovvero gli impatti sui capitali (conseguenze positive o negative).

L’ambiente esterno (condizioni economiche generali, sistema normativo, questioni sociali, sfide ambientali) in cui opera l’azienda crea minacce e opportunità per l’azienda e determinano la

¹¹² Ad esempio si può ridurre il capitale finanziario per accrescere il capitale umano con corsi di formazione.

visione, la missione e lo scopo dell'organizzazione che condurranno allo sviluppo della strategia con l'obiettivo di mitigare le minacce e cercare di cogliere le opportunità.

L'organizzazione attraverso la misura delle proprie performance (finanziarie e non) adatterà le proprie strategie e comportamenti.

2) I principi guida

L'IR prevede per la sua redazione di seguire sette "principi guida":

- "focus strategico e orientamento al futuro": occorre presentare la strategia aziendale che consenta di capire il posizionamento sul mercato dell'azienda, le azioni per difenderlo o migliorarlo, le opportunità e minacce che si attendono dal mercato e come si intende sfruttarle o mitigarle. Si tratta in sintesi di far capire agli stakeholder come l'azienda pensa in futuro di replicare o migliorare i risultati prodotti o come intende opporsi alla contrazione di mercato;
- "connettività delle informazioni": si tratta di evidenziare il nesso esistente tra i diversi fattori che impattano sulle performance aziendali. Si deve cercare di far capire (e in questo anche l'azienda acquisisce consapevolezza) come impattano sulle performance i "diversi capitali" o meglio le diverse risorse aziendali e quindi quali azioni devono essere attivate dall'azienda in futuro per cercare di raggiungere i propri obiettivi (integrated thinking);
- "rapporto con gli stakeholder": si tratta di individuare gli stakeholder che influenzano la performance aziendale e di definire come si intende arrivare al loro coinvolgimento ovvero a considerare gli interessi di cui sono portatori. Tra essi troviamo i collaboratori dell'impresa, i clienti, i fornitori: coloro con cui si intende instaurare un rapporto duraturo, devono essere "gestiti" dall'azienda;
- "materialità": si tratta di individuare quali sono le situazioni che assumono grande importanza per il raggiungimento dei risultati aziendali sia nel breve che nel medio lungo. In altre parole cosa garantisce all'azienda di poter continuare a essere nel mercato e come agire per disporre di quella risorsa (di quel capitale);
- "sinteticità": il report non deve nascondere nelle molte pagine i pochi concetti essenziali che ne fanno comprendere agli stakeholder il valore;
- "attendibilità e completezza": attendibilità è in connessione a "informazione veritiera" e priva di errori. Per questo l'IR prevede sia audit interni sui contenuti che il ricorso a società di consulenza e revisione esterna. La completezza è invece richiesta di presenza

nel report di tutte le informazioni “materiali” ovvero significative, sia positive che negative;

- “coerenza e comparabilità”: si tratta di preservare la comparabilità tra i report e quindi di mantenere lo stesso sistema di rendicontazione tra un periodo di rendicontazione e l’altro.

3) Elementi di contenuto

L’<IR> deve essere redatto prevedendo i seguenti “Building Blocks”:

- “presentazione dell’organizzazione e dell’ambiente esterno”. Risponde alla domanda: *che cosa fa l’organizzazione e in quale circostanze opera*. Sembra esserci tra questo punto e il principio guida “focus strategico e orientamento al futuro” una certa sovrapposizione; la presentazione di cosa fa l’organizzazione è certamente in connessione con il focus strategico;
- “governance”: si tratta di verificare come la governance influenza la performance. Importante sarà non concentrare in una stessa figura tutto il potere decisionale (meglio un Presidente del CdA e un Amministratore Delegato diversi che non la stessa persona), avere un Board con competenze eterogenee che quindi garantisca agli stakeholder un efficace controllo del management e legare il compenso del Board alle performance;
- “modello di business”: si deve descrivere come l’organizzazione trasforma gli input in output comprendendo il rapporto con i fornitori degli input, il processo di trasformazione su cosa si basa (capitale produttivo, intellettuale e umano), quali output vengono prodotti, come si raggiungono i clienti e qual’è il livello di soddisfazione di questi e infine quali impatti (outcome) determina sui diversi capitali (sia positivi che negativi) l’azione dell’impresa;
- “rischi e opportunità”: si tratta di individuare e segnalare i rischi e le opportunità che possono presentarsi all’azienda compromettendone la capacità di produrre valore nel breve, medio e lungo termine. Associati ai rischi e opportunità si indicherà la probabilità di accadimento, la misura dell’impatto del rischio e le leve di gestione per contenerne gli effetti;
- “strategia e allocazione delle risorse”: si tratta di descrivere, definiti gli obiettivi strategici dell’organizzazione, come si intende raggiungerli. Si dovrà correlare alla strategia le risorse necessarie a implementarla;

- “performance”: secondo KPMG¹¹³ il management deve concentrarsi su quattro aspetti al fine di dare visibilità e comprensione agli stakeholder del valore dell’impresa e della direzione futura che la società intende intraprendere:
 - quali sono stati gli investimenti della società e come sono stati gestiti;
 - quali risultati sono stati ottenuti a confronto con gli obiettivi definiti ?
 - quali effetti sui risultati economici hanno prodotto gli investimenti ?
 - cosa comunicano i risultati attuali in merito alle prospettive future di business.
- “prospettive”. Si tratta di rispondere alla domanda: “quali sfide e quali incertezze dovrà probabilmente affrontare l’organizzazione nell’attuazione della propria strategia e quali sono le potenziali implicazioni per il suo modello di business e per le sue performance future ?”

Questa parte dell’<IR> deve consentire al lettore di poter valutare le prospettive di medio-lungo termine dell’impresa.

Sempre KPMG con lo stesso documento citato al contenuto precedente, consiglia di procedere come segue:

- aiutare i lettori a formarsi la propria opinione sul futuro attraverso dati oggettivi presenti nel report (ad esempio per una industria farmaceutica i progressi nella ricerca e le date di scadenza dei brevetti);
- non assumersi responsabilità per assunzioni che non si controllano. Le previsioni e le proiezioni finanziarie implicano inevitabilmente ipotesi significative che esulano dal controllo operativo del management; si deve aiutare i lettori a comprendere come si derivano i risultati dalle ipotesi e magari accompagnarli da analisi di sensitività;
- mantenersi ad un corretto livello di dettaglio. Non rilevare informazioni commerciali sensibili è una preoccupazione costante per tutte le aziende quando guardano al futuro. Si deve considerare che le informazioni necessarie agli stakeholder per valutare le prospettive di una impresa sono generalmente a un livello di dettaglio molto più basso di quello che sarebbe rilevante per un concorrente. Ad esempio, gli azionisti potrebbero cercare di comprendere la crescita in un mercato particolare, ma è meno probabile che abbiano bisogno di

¹¹³ Matthews, «Integrated Reporting».

conoscere i dettagli tecnici di un lancio pianificato di un nuovo prodotto; il track record dei lanci passati può essere più utile per la loro valutazione;

- aiutare i lettori a comprendere le prospettive a lungo termine. Le prospettive a lungo termine dell'attività sono, ovviamente, estremamente soggettive; corretto spiegare la performance futura ma concentrandosi maggiormente sulla forma generale dell'attività piuttosto che su considerazioni operative dettagliate.
- “basi di preparazione e presentazione”: in che modo l’organizzazione determina gli aspetti da includere nel report integrato e come vengono quantificati e valutati tali aspetti ? Deve essere descritto il processo di materialità e il perimetro del reporting.

4. L'evoluzione della informativa non finanziaria

In ambito normativo internazionale ed europeo, stiamo assistendo ad una evoluzione molto rapida che condurrà gli standard ISSB (International Sustainability Standards Board) ed EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) a diventare presto realtà.



Fig. 39

In ambito Unione Europea, il percorso di normazione relativa alla informazione non finanziaria ha visto una accelerazione importante con l'approvazione della proposta della Commissione Europea della Direttiva "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD) avvenuta lo scorso 21 aprile 2021; la CSRD sostituirà l'attuale Direttiva a UE 2014/95 (NFD) avviando in modo deciso la "transizione" verso la sostenibilità, della informazione non finanziaria come appare già nel nome della Direttiva. Gli standard UE di rendicontazione di sostenibilità saranno sviluppati da "EFRAG" ovviamente considerando la produzione di "ISSB" in ambito internazionale.

In ambito internazionale IFRS Foundation, dando seguito a quanto annunciato al COP26 del 2021, ha costituito l'International Sustainability Standards Board (ISSB) che comprende al suo interno:

- Climate Disclosure Standards Board (CDSB);
- Value Reporting Foundation (VRF), quest'ultima costituita attraverso un percorso di integrazione avviato nel Novembre 2020 e chiuso nel Giugno 2021 che ha condotto in VRF:
 - Integrating Reporting Framework (<IR> Framework);
 - SASB;
 - Integrated Thinking Principles.

A ISSB viene assegnata la responsabilità di sviluppare i "sustainability disclosure standards" per soddisfare le esigenze di informazione degli investitori; ISSB avvierà il proprio lavoro a partire dalla attività preparatoria condotta dal "Technical Readiness Working Group" (TRWG), un

gruppo formato dagli “IFRS Foundation Trustees”, che svilupperà e pubblicherà i “general disclosure requirements”.

TRWG opererà congiuntamente a:

- International Accounting Standards Board (IASB);
- Climate Disclosure Standards Board (CDSB);
- Financial Stability Board’s (FSB) Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD);
- Value Reporting Foundation (prima SASB Foundation e International Integrated Reporting Council (IIRC));
- World Economic Forum (WEF).

La struttura della Fondazione IFRS si sviluppa su tre livelli, con due consigli di esperti indipendenti per la definizione degli standard contabili (International Accounting Standards Board) e di sostenibilità (International Sustainability Standards Board), governati e supervisionati da Trustees di tutto il mondo (IFRS Foundation Trustees) che a loro volta devono rendere conto a un comitato di monitoraggio (IFRS Foundation Monitoring Board). All’IFRS Advisory Council è invece assegnato il compito di fornire consulenza a IASB e ISSB.



Fig. 40

Mentre IASB emette standard relativi alle informazioni finanziarie (ad es. profitto, liquidità, ecc.), gli IFRS Sustainability Disclosure Standards, emessi da ISSB, forniranno agli investitori informazioni non finanziarie elaborate mettendo a fattor comune i principi SASB e quanto alla reportistica <IR> Framework già presentata.

Compatible standards to meet investors' needs



Fig. 41

Gli standard ISSB saranno focalizzati sulle informazioni richieste dagli investitori (in questo ricordano l'<IR> Framework), ma avranno al tempo stesso un focus multi-stakeholder, con l'obiettivo di essere una baseline globale, compatibile con altre iniziative locali e GRI.

Compatible standards and global baseline approach

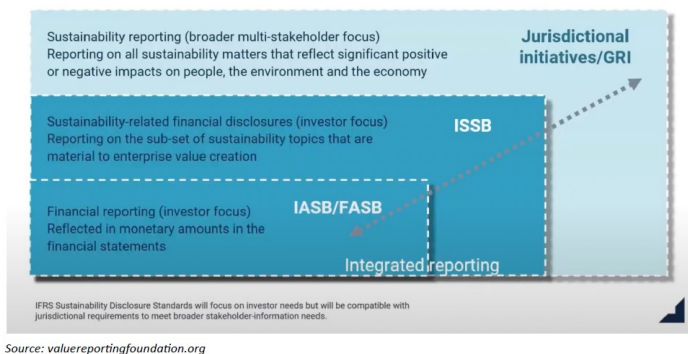


Fig. 42

Il Technical Readiness Working Group (TRWG)¹¹⁴ ha predisposto le raccomandazioni da sottoporre all'esame da parte dell'International Sustainability Standards Board (ISSB).

¹¹⁴ «Røstadli - Summary of the Technical Readiness Working Group's.pdf».

Recommendations for consideration by the ISSB	
1	General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information (<i>General Requirements Prototype</i>)
2	Climate-related Disclosures Prototype (<i>Climate Prototype</i>)
3	Conceptual guidelines for standard-setting
4	Architecture of Standards
5	Other items to inform standard-setting agenda
6	Due process characteristics
7	Digitisation strategy
8	Connectivity between IASB & ISSB

Source: *ifrs.org*

Fig. 43

Sotto uno spaccato di quanto alla raccomandazione #1 e #4:

- **TRWB - Deliverable 1** (General Requirements) include alcuni key points relativi a:
 - **Materiality**: se si può ragionevolmente prevedere che l'omissione, l'errore o l'oscuramento di tali informazioni, influenzino le decisioni degli utilizzatori primari dell'informativa finanziaria.
 - **General disclosure requirements**: riguarda governance, strategia, risk management, metriche e obiettivi.
 - **Use of other Standards**: in assenza di uno Standard ISSB che si applichi a una specifica questione di sostenibilità.
 - **Reporting channel**: fatte salve eventuali normative, l'informativa finanziaria correlata alla sostenibilità andrebbe inclusa nel management commentary.

- **TRWB Deliverable 4** (Architecture of Standards)

Si richiede vengano fornite tutte le informazioni sostanziali sui rischi e le opportunità significativi per la sostenibilità.

Il TRWG raccomanda un'architettura per gli standard dell'ISSB che fornisca requisiti di “disclosure tematica” e di “settore”; entrambi questi requisiti si concentrano su questioni critiche per le modalità in cui un'entità opera: governance, strategia, risk management, target e metriche.

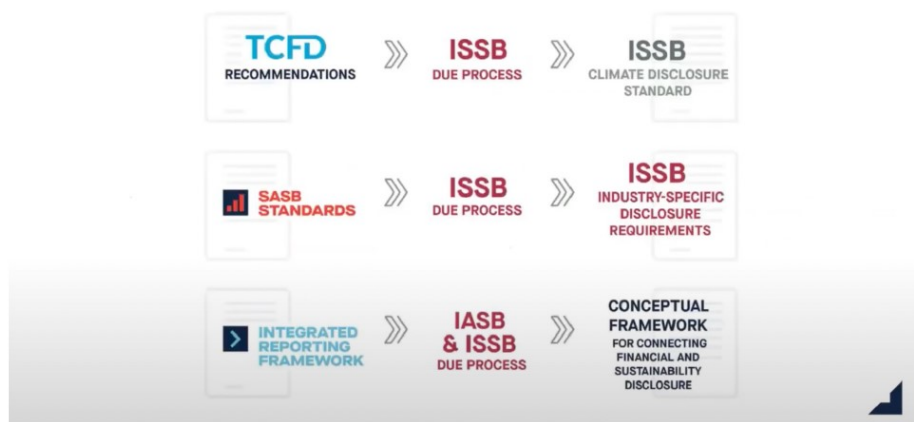
I requisiti di disclosure tematica riguardano questioni (come il clima) che hanno un'importanza pervasiva per il valore d'impresa tra le entità, indipendentemente dal loro settore, e pertanto determinano informative comparabili a livello di mercato tra i settori su un

determinato tema, ovvero metriche intersettoriali rilevanti per gli investitori e altri partecipanti al mercato dei capitali.

I requisiti di disclosure settoriali facilitano la comparabilità tra le entità all'interno di un determinato settore. Identificano gli argomenti di divulgazione che sono rilevanti per il valore aziendale nel settore e stabiliscono requisiti di divulgazione basati su parametri e altri per ciascun argomento che sono personalizzati per le attività pertinenti del settore.

La fusione di IFRS Foundation con Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) e con Value Reporting Foundation (VRF), che ospita l'Integrated Reporting Framework e gli standard SASB, consente di razionalizzare e integrare le specifiche aree di competenza delle diverse organizzazioni.

Streamlining disclosure



Source: valuereportingfoundation.org

Fig. 44

UE - Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

Nel contesto politico internazionale l'Unione Europea ha testimoniato la centralità della sostenibilità con l'approvazione della direttiva 2014/95/UE sulla Dichiarazione Non Finanziaria, introducendo un obbligo, per le grandi imprese di interesse pubblico, di redigere una dichiarazione di carattere non finanziario in merito ai diritti sociali e umani, all'ambiente, alla lotta alla corruzione e alla politica di diversità relativa alla composizione degli organi direttivi e di controllo delle stesse.

L'impegno della UE si è rafforzato inoltre con:

- l'introduzione nel Dicembre 2019 del Green Deal europeo;

- la recente approvazione del Regolamento UE 2019/2088 sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari;
- in Febbraio 2022 la proposta di direttiva Corporate Sustainability Due Diligence (CSDD), (inizialmente “Sustainable Corporate Governance”);
- l’approvazione nell’Aprile 2021 di una proposta di nuova direttiva sul Corporate Sustainability Reporting (CSRD).

L'obiettivo della proposta CSRD è quello di colmare le lacune nelle norme vigenti in materia di informazioni di carattere non finanziario con il fine di attrarre ulteriori investimenti e finanziamenti che facilitino la transizione verso un'economia sostenibile quale delineata nel Green Deal.

Il miglioramento delle informazioni relative ai rischi di sostenibilità a cui sono esposte le imprese e all'impatto che esse producono sulle persone e sull'ambiente, ha condotto a ritenere utili le modifiche sotto presentate.

1) Estensione dell’obbligo di comunicazione a tutte le Grandi Imprese¹¹⁵ e PMI quotate

Viene ampliato il perimetro di inclusione delle imprese comprendendo anche le imprese non quotate oltre a tutte le società quotate sui mercati regolamentati UE (con l’eccezione delle microimprese). Le PMI quotate saranno autorizzate a riferire secondo norme più semplici rispetto agli standard che si applicheranno alle grandi imprese. Le PMI non quotate potrebbero scegliere di utilizzarle su base volontaria. Si stima che si passerà da 11.000 imprese coinvolte a quasi 50.000.

2) Obbligo di CERTIFICAZIONE delle informazioni sulla sostenibilità

Diventa obbligatoria in tutti i Paesi UE, la verifica delle informazioni di sostenibilità (la normativa italiana già prevede la revisione da parte di un “soggetto abilitato allo svolgimento della revisione legale appositamente designato” ex Decreto Legislativo 254/2016).

3) L’informativa sulla sostenibilità andrà pubblicata nelle RELAZIONI SULLA GESTIONE

La pubblicazione delle informazioni prevista dalla CSRD, avverrà in una sezione chiaramente identificabile della relazione sulla gestione, per facilitare la leggibilità e l'identificazione del “sustainability reporting”. Le imprese dovranno preparare i loro bilanci e la loro relazione di

¹¹⁵ **Grande impresa:** ogni impresa con 250 o più occupati oppure ogni impresa, anche con meno di 250 occupati effettivi, ma con un fatturato superiore a 50 milioni di euro e un bilancio superiore ai 43 milioni di euro.

gestione in formato XHTML¹¹⁶ "etichettando" le informazioni sulla sostenibilità secondo un sistema di categorizzazione.

4) Maggior dettaglio nella informativa sulla sostenibilità (DOUBLE MATERIALITY)

La doppia materialità è l'unione di "materialità di impatto" e "materialità finanziaria". Un argomento o un'informazione di sostenibilità soddisfa quindi i criteri della doppia materialità se è materiale dal punto di vista dell'impatto o dal punto di vista finanziario o da entrambi questi due punti di vista. Un argomento o un'informazione di sostenibilità è rilevante dal punto di vista dell'impatto se l'impresa è collegata a impatti significativi effettivi o potenziali sulle persone o sull'ambiente. Un tema di sostenibilità è rilevante dal punto di vista finanziario se innesca effetti finanziari sulle imprese, ovvero genera rischi o opportunità che influenzano o possono influenzare i flussi di cassa futuri. (non coincide con materialità del bilancio finanziario)

5) Informativa sulla VALUE CHAIN

Obblighi di pubblicazione, in modo proporzionato alle difficoltà che le imprese possono incontrare nel raccogliere informazioni dai diversi attori della loro catena del valore. Prevista flessibilità per un periodo transitorio di tre anni.

6) Sviluppo di nuovi standard UE di sostenibilità (EFRAG)

La Commissione ha affidato al gruppo consultivo europeo per le relazioni finanziarie (EFRAG) lo sviluppo di tali standard, con la richiesta che siano coerenti con l'ambizione del Green Deal europeo e con il quadro giuridico esistente in Europa (regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile e il regolamento sulla tassonomia). È prevista la possibilità di adottare standard di rendicontazione semplificati per le PMI quotate.

Termini per l'attuazione da parte delle imprese

1 gennaio 2024 per le imprese già soggette alla NFRD (comunicazione nel 2025 sui dati del 2024);

1 gennaio 2025 per le grandi imprese non attualmente soggette alla NFRD (comunicazione nel 2026 sui dati del 2025);

1 gennaio 2026 per le PMI quotate (comunicazione nel 2027 sui dati del 2026).

Come sopra presentato, nell'ambito della proposta CSRD, l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) è stato nominato consulente tecnico della Commissione europea per lo

¹¹⁶ XHTML è un linguaggio di marcatura che associa alcune proprietà dell'XML con le caratteristiche dell'HTML: un file XHTML è una pagina HTML (HyperText Markup Language) scritta in conformità con lo standard XML. [Wikipedia](#)

sviluppo della bozza degli standard di rendicontazione della sostenibilità dell'UE; le attività dell'EFRAG sono organizzate in due pilastri:

- Financial Reporting Pillar: influenzare lo sviluppo degli standard IFRS da una prospettiva europea e fornire consulenza sull'omologazione (modifiche agli) standard IFRS alla Commissione europea;
- Sustainability Reporting Pillar: elaborare le bozze del primo set di European Sustainability Reporting Standard (ESRS).

L'OIC, con il decreto “milleproroghe” pubblicato in GU il 28 febbraio 2022, è diventato il referente nazionale per la definizione degli standard di rendicontazione in materia di sostenibilità.

TASSONOMIA UE - REGOLAMENTO (UE) 2020/852 – TR

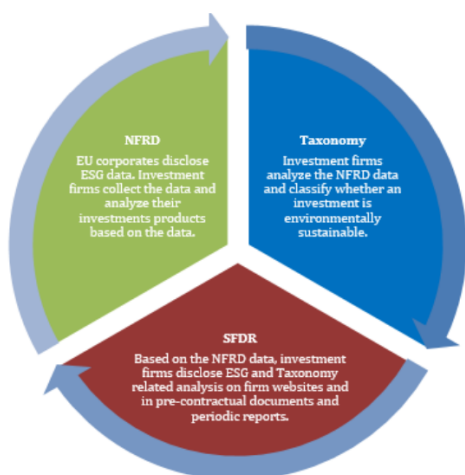


Fig. 46

Abbiamo in precedenza sottolineato come la maggiore difficoltà che incontra lo sviluppo della finanza sostenibile è la mancanza di un linguaggio comune che definisca quali attività/prodotti/servizi sono sostenibili nonché l'insufficienza e non comparabilità delle informazioni disponibili. E' da qui che prende avvio l'intervento regolamentare che a livello globale vede in Europa lo sviluppo maggiore con il piano di azione con un crescendo di decisioni:

- 2015 approvazione Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile e dei relativi 17 Sustainable Development Goal – SDGs, articolati in 160 target da raggiungere entro il 2030;
- Dicembre 2015 la conferenza sul Clima di Parigi (COP21) primo accordo giuridicamente vincolante sottoscritto da 195 paesi con l'obiettivo di prevenire “pericolosi cambiamenti

climatici” e contenere il riscaldamento globale sotto i 2°C rispetto ai livelli pre-industriali;

- decisione della Commissione Europea del 2018¹¹⁷ con l’obiettivo, attraverso informazioni più affidabili e comparabili sulla sostenibilità, di canalizzare maggiori risorse verso le attività sostenibili;
- European Green Deal 2019 UE per arrivare a zero emissioni nel 2050 con obiettivi intermedi 2030 e 2040: mille miliardi di euro in dieci anni dal 2021 al 2030 per raggiungere gli obiettivi; si stima ne servano però altri 180 miliardi all’anno che ci si aspetta siano dati dalla finanza sostenibile;
- 2020 Next Generation EU (risposta dell’EU alla pandemia) conferma l’obiettivo della trasformazione verde definito nel 2018 e 2020 e destina il 37% di fondi ad azioni per il clima e la sostenibilità ambientale e stabilisce che i programmi finanziati non producano ripercussioni negative all’ambiente;

Questo lavoro ha condotto alla predisposizione della tassonomia UE, una norma che identifica un metodo di classificazione di tutte quelle attività considerate come ecosostenibili.

Al centro della Taxonomy Regulation (TR) c’è la definizione di attività economica sostenibile che si basa su due criteri; un’attività deve:

- 1) contribuire ad almeno uno dei sei obiettivi ambientali elencati nella Tassonomia;
- 2) non arrecare danno significativo a nessuno degli altri obiettivi, nel rispetto dei diritti umani fondamentali e delle norme del lavoro. (Do no significant harm).

I sei obiettivi ambientali della tassonomia sono:

- 1) mitigazione dei cambiamenti climatici;
- 2) adattamento ai cambiamenti climatici;
- 3) uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
- 4) transizione verso un’economia circolare;
- 5) prevenzione e riduzione dell’inquinamento;
- 6) protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

I Technical Screening Criteria (TSC), pubblicati in specifici Atti Delegati, definiscono i requisiti e le soglie specifiche.

I soggetti coinvolti dalla TR, sono:

¹¹⁷ «PDF.pdf».

- 1) imprese obbligate e redigere la Dichiarazione Non Finanziaria (NFRD e CSRD);
- 2) partecipanti ai mercati finanziari soggetti al Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR);
- 3) Stati membri della UE nella definizione di misure e incentivi legate ad attività ecosostenibili.

Le imprese non finanziarie devono far riferimento a:

- a) la quota del fatturato (Revenues) proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche ecosostenibili.
- b) la quota delle spese in conto capitale (CapEx) e la quota delle spese operative (OpEx) relativa ad attività o processi associati ad attività economiche ecosostenibili.

Il Regolamento è in vigore dal 1 gennaio 2022.

Il lavoro prosegue e il 28 febbraio 2022 la Platform on Sustainable Finance, il gruppo di esperti creato dalla Commissione per avere supporto tecnico nell'attività legislativa in materia, ha presentato il report finale sulla "tassonomia sociale"; il sistema di classificazione vuole definire obiettivi sociali, individuare le attività che contribuiscono in modo sostanziale al loro raggiungimento e canalizzare investimenti privati verso attività socialmente rilevanti.

I tre macro-obiettivi inseriti nella tassonomia sociale sono stati definiti sulla base degli impatti delle attività economiche sui portatori di interesse lungo l'intera catena del valore:

- 1) lavoro dignitoso;
- 2) adeguati standard di vita e benessere di consumatori e utilizzatori di un bene;
- 3) comunità sostenibili e inclusive.

Partendo da questi tre macro-obiettivi, la tassonomia sociale si completa con una serie di altri sotto-obiettivi, al fine di guidare gli investitori nel prendere in considerazione aspetti specifici, come salute e sicurezza, housing, remunerazione dei lavoratori, non discriminazione.

5. Conclusioni

Abbiamo avviato questo lavoro presentando il tema della sostenibilità di impresa legato alla finanza sostenibile per chiederci poi se vi fosse presenza di correlazione tra sostenibilità e performance finanziaria.

La sostenibilità di impresa nasce con la necessità di conciliare lo sviluppo economico con la tutela dell'ambiente per il raggiungimento di obiettivi definiti nell'interesse della collettività più ampia; si parte quindi dalla definizione di “sviluppo sostenibile”, come definito nel 1987 dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo, sino ad arrivare nel 2015 all'accordo di Parigi (COP21), giuridicamente vincolante per i 195 paesi sottoscrittori, seguito sempre nel 2015 dall'adozione dalle Nazioni Unite dell'”Agenda 2030” che definisce i 17 obiettivi (Sustainable Development Goals - SDGs) da raggiungere entro il 2030.

Con il tempo si arriva al riconoscimento della interdipendenza tra “sviluppo sostenibile” e “fattori ESG” riconoscendo l'importanza di considerare nelle strategie di impresa anche le istanze legittime dei collaboratori cui riservare condizioni di sicurezza e salariali adeguate, dei clienti a cui indirizzare prodotti di qualità e con impatto ambientale valutato, dei fornitori con la richiesta di rispetto dei diritti umani, con la comunità locale, le istituzioni finanziarie e in generale con tutti coloro che sono in rapporto con l'impresa, offrendo visibilità sulle strategie dell'azienda e instaurando un rapporto di partnership capace di valorizzare e premiare il valore aggiunto fornito da ciascuno. Si aggiunge così la dimensione “social - S”, alla sostenibilità inizialmente solo ambientale (“environment-E”) il tutto funzionale alla crescita economica di lungo periodo che considera gli interessi delle generazioni attuali e future; le tre “E” (environment, economy, equity (social)) grazie alla consapevolezza che è la “governance-G” l'unica capace di sviluppare, attuare e monitorare le strategie che garantiscono la sostenibilità economica, conducono ai fattori ESG.

La sostenibilità deve essere comunicata essendo un “bene intangibile” (quindi non visibile dall'esterno) e le maggiori informazioni che l'impresa fornisce riducono l'asimmetria informativa, costruendo valore per gli stakeholders e creando le condizioni per lo sviluppo della finanza sostenibile che costituisce “fattore abilitante” per il percorso di transizione dell'impresa verso la sostenibilità (colma il gap tra domanda e offerta di risorse finanziarie).

In sintesi l'impresa è fondamentale per la Società allo stesso modo di come questa (la Società) è fondamentale a garantire la sopravvivenza dell'impresa.

La sostenibilità, anche per evitare i fenomeni di green/socialwashing (falsa comunicazione), richiede la disponibilità di framework di rendicontazione chiari, oggettivi e comparabili che ne consentano la misurazione superando il “tell me” (la semplice dichiarazione) per arrivare allo “show me” ovvero alla dimostrazione concreta dei risultati raggiunti; abbiamo visto come sia necessario definire “cosa” si deve misurare (teorizzazione comune) e “come” si deve effettuare la misura (commensurabilità) e come oggi i diversi “intermediari di informazioni” (fornitori di score e rating ESG) non rispettino i due requisiti presentati, ma effettuino misurazioni di parametri diversi e con modalità diverse originando risultati diversi in questo discostandosi nettamente da ciò che avviene con i rating finanziari notoriamente estremamente comparabili tra loro. Alla base poi di quanto sopra anche la necessità di una tassonomia ovvero una definizione di cosa è sostenibile e cosa non lo è come prova ad effettuare il Regolamento UE 2020/852 detto “Regolamento Tassonomia”.

Abbiamo poi definito la “finanza sostenibile” come evoluzione della “finanza tradizionale” che assegna un “rating” alle imprese meritevoli di essere finanziate, non solo considerando i criteri economici, ma anche le modalità di gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) che sono ormai “social norms” e stanno diventando a ritmo serrato anche norme regolamentari (vedi la Direttiva UE detta CSRD). In sintesi “finanza sostenibile” significa perseguire oltre al ritorno economico dell’investimento, anche la realizzazione di un rendimento sociale.

La sostenibilità ha un costo per le imprese (innovazione (E), riconoscimento sociale (S), strutture di assurance e compliance (G)) ed è per questo importante capire se e come impatti sul rischio di impresa; si intuisce come questo effetto difficilmente sia correlato alla ricerca di “compliance generale” ESG, ma come al contrario richieda sia perseguita la compliance operando sui fattori che rivestono “materialità” per l’impresa ovvero che rischiano di generare impatti finanziari negativi significativi per l’impresa. Investigando questo aspetto abbiamo visto come appaia caratteristica delle imprese con elevato rating ESG, l’essere più performanti nei periodi di crisi a prezzo di un minore rendimento nei altri periodi offrendo comunque una caratteristica interessante per gli investitori non essendo disponibili altre protezioni al rischio sistemico. Come vedremo la dimensione più promettente per investigare le conseguenze di un buon rating ESG, più che nella Corporate Financial Performance (performance economica), potrebbe essere individuato nella crescita del valore dell’impresa. In ogni caso le altalenanti conclusioni sulla connessione tra CSR, CSP e CFP è possibile possano farsi risalire o a valutazioni ESG effettuate in relazione al settore di appartenenza limitandosi a valutare il posizionamento dell’impresa

rispetto ai peers con assegnazione di alto punteggio anche se impresa attiva in settori poco sostenibili o a valutazioni ESG aggiornate con frequenza bassa con il rischio non inglobino informazioni importanti oltre infine a non comparabilità temporale tra i rating per modifica della metodologia di misura e all'impatto del "green/social washing".

Anche la "finanza sostenibile" sconta un costo rappresentato dai tempi di ritorno più lunghi dell'investimento con tassi minori. Al costo delle imprese risponde la reputazione acquisita e il miglioramento del posizionamento competitivo, mentre al costo sostenuto dalla finanza sostenibile si oppone, oltre al valore ambientale e sociale dell'investimento, una minore volatilità del titolo e una protezione anticiclica del rendimento in caso di crisi sistemica.

La CSR può anche trovare motivazione nella diversificazione di prodotto per ottenere un vantaggio di prezzo: ridisegnare i propri processi produttivi per produrre un minore impatto sull'ambiente, conduce ad innovare azione che è di fondamentale importanza per l'impresa (senza innovazione c'è declino). Alcune ricerche dimostrano inoltre che i Clienti sono disposti a "pagare di più" un prodotto quando è nota la sostenibilità ambientale dell'impresa.

Possiamo condividere che mentre è da capire se è una impresa con buone performance finanziarie ad avere un buon rating ESG o il viceversa, è invece certo che una "buona impresa" è una impresa convinta dell'importanza dell'ESG che effettua una scelta consapevole aderendo allo schema di valori etici ESG e mantenendo nel tempo la decisione (non deve essere decisione opportunistica).

Alla finanza sostenibile si aggancia anche il tema dell'"engagement" ovvero l'intensità del rapporto instaurato con l'impresa in cui si è investito. E' un trade off tra costi e benefici: è però evidente che un investimento ESG richiede anni per essere portato a termine e questo unito alla rilevanza, alla tipologia (investimento in equity o in debito) e alla necessità di essere compliance con la normativa (SFRD) richiede un engagement adeguato e quanto meno una stewardship (accompagnamento dell'impresa); ecco perché le società di asset management stanno ricorrendo all'inserimento di figure che non siano solo gestori di portafoglio ma che abbiano competenze tecnico-economiche per aiutare l'impresa nella sua transizione verso la sostenibilità. Le diverse strategie adottate dagli investitori istituzionali possono essere "low cost SRI" (strategia ex ante, pre investimento) e "high cost SRI" (strategia ex post, post investimento con coinvolgimento attivo) con cui si coinvolge l'azienda invitandola ad operare considerando la gestione dei rischi ESG capaci di condurre anche al miglioramento anche del rating creditizio (CERVED nell'ultima

ricerca presentata nell'evento "CERVED ESG CONNECT del 6 Ottobre 2022) facilitando l'accesso al credito e a condizioni più favorevoli sia in termini di tasso di interesse che di quantità di credito concesso. Infatti i fattori ESG alla base delle politiche e strategie aziendali, possono agire influenzando i flussi di cassa e la stima di probabilità di default dell'impresa.

In ambito "intermediari dell'informazione", abbiamo in modo sintetico presentato due metodologie di definizione di rating ESG: la metodologia MSCI (Morgan Stanley Capital International) e TR (Thomson Refinitiv). Abbiamo verificato concretamente la diversa modalità di determinazione del rating che in MSCI vede valutare ciascun rischio e opportunità in ambito ESG insieme alla gestione che di esso viene fatta a differenza di quanto fatto da TR che si differenzia anche nella valutazione delle controversie. Le due metodologie si dimostra che si distanziano in misura maggiore sulla "S" e sulla "G" che come già osservato sono quelle meno caratterizzate da una valutazione economica e "più difficili" da valutare dall'"esterno" che è alla fine quanto fanno queste agenzie che hanno bisogno come già detto di framework comuni e dettagliati per ben operare.

E' questa situazione alla base dell'intensa azione normativa internazionale ed europea che deve occuparsi soprattutto di PMI con un accompagnamento alla compliance ESG e con una normazione in termini di standard di rendicontazione e di misurazione del rating "calibrati" a sua misura.

Quanto alla relazione tra CSR, CSP e CFP, tema estremamente interessante, le conclusioni sono difficili e a volte sono di segno opposto; si soffre di un ambiente normativo in fase di costruzione con variabilità nel tempo elevata che inficia le analisi che estraggono informazioni relative agli ultimi 5 o 10 anni. Innanzitutto si individua un trend che negli ultimi 20 anni ha condotto quasi tutte le principali aziende del mondo a dotarsi di un report di sostenibilità; in Europa sappiamo che dal 2017 gli "enti di interesse pubblico" sono chiamati obbligatoriamente alla redazione della documentazione non finanziaria. Abbiamo richiamato una definizione di CSP che in sostanza assegna all'impresa l'obiettivo di aumentare quanto di positivo produce con la sua attività (in ambito ESG) e di diminuire o eliminare le negatività prodotte; si è poi invitato a considerare importante un sottoprodotto della CSP che è la reputazione aziendale intesa come risorsa rara capace di creare un vantaggio competitivo.

Si è poi commentato la CSP come spinta da tensioni endogene o esogene concludendo che le aziende con maggiore visibilità sul mercato sono quelle con maggiore pressione esterne verso la

CSP. Si è poi parlato di CFP valutata sul mercato (finanziaria) o sulla contabilità (economica) per poi arrivare a intuire come possa essere il rischio (la variabilità della performance finanziaria) un filone di ricerca da investigare. Partendo con il riconoscere al metodo DCF (Discounted Cash Flow) la migliore valutazione possibile del valore dell'azienda, è verificare la connessione tra alto rating ESG e il numeratore (i FCF – free cash flow) e il denominatore (il “WACC” - costo medio del capitale) di questa formula; il valore dell'impresa cresce all'aumentare dei FCF (riduzione del rischio specifico - endogeno) e al calare di WACC (riduzione del rischio sistemico - esogeno).

Vengono citate alcune ricerche che propendono per la riduzione del rischio specifico a seguito della migliore capacità di gestire i rischi propri e della propria filiera e altre che concludono per una riduzione del rischio totale di sistema e specifico. Altre ricerche (Giese 2019) collegano l'alto profilo ESG a tre “canali di trasmissione”, con supporto di ricerche empiriche: al cash-flow, al rischio specifico (idiosincratico) e al valore (rischio sistematico).

Quanto ai fondi di investimento si è potuto citare ricerche che concordano nell'associare un minor rischio finanziario (minore volatilità) per il fondi ESG senza però riuscire a concludere sulla relazione ESG performance; per alcuni a causa del fatto che i fondi emessi da società di risparmio specializzato “sovraperformano” a differenza delle altre e questo in media azzerava le differenze.

Quanto all'engagement si sottolinea come debba essere gestito il rischio di violare le norme sull'offerta pubblica di acquisto quando ci si accorda per votare in Assemblea e la norma sul divieto di comunicazione selettiva che persegue le comunicazioni offerte dalla Società solo ad alcuni Soci. Si arriva poi a dimostrare come la presenza di investitori istituzionali nei fondi conduca all'engagement e ad incremento dei fattori E&S, soprattutto se la società aderisce ai principi PRI e si parte con basso valore di E&S.

A completamento del quadro fornito in termini di sviluppo sostenibile, Corporate Social Responsibility, Finanza Sostenibile, connessione tra performance ESG e valore per impresa e investitori, abbiamo offerto una view sui principali standard per lo sviluppo di report di sostenibilità necessari per il successo della transizione di impresa verso la sostenibilità.

Accanto al GRI abbiamo parlato di reporting integrato e di come questo insieme alla metodologia SASB, sia diventato il percorso più importante di sviluppo di uno standard internazionale di sostenibilità sotto il cappello della “IFRS Foundation” che controlla sia la produzione dei principi

contabili internazionali (IFRS ex IAS) che la produzione dei principi alla base della reportistica di sostenibilità a partire dai principi SASB e attraverso l'utilizzo dell'<IR> Framework.

Quello che sembra si possa concludere e che i principali problemi legati alla difficile comparabilità degli score e rating ESG dovuti all'eterogeneità delle decisioni di “cosa e come misurare” e dell'assenza di criteri chiari (la tassonomia) per individuare cosa sia o meno eco-sostenibile, siano con una notevole accelerazione, in corso di soluzione.

Possiamo dire che in questo percorso l'Unione Europea non sfigura e anzi quanto alla definizione di una Tassonomia appare avanti a tutti; ciò che appare però altrettanto importante sottolineare è l'elevata impreparazione della PMI a gestire questa transizione con la necessità di effettuare sia un lavoro su di esse di “informazione e formazione” con le associazioni di categoria e i professionisti (in primis i Commercialisti) che un lavoro di regolamentazione che sappia cogliere la specificità di queste imprese per garantire non siano penalizzate (la metodologia TR Refinitiv se l'azienda omette di comunicare una informazione rilevante si trova un rating ESG fortemente penalizzato).

Potremmo concludere dicendo che al “dare/avere della partita doppia” (inventata da Luca Pacioli frate matematico italiano a Venezia nel XVI secolo) seguirà la rendicontazione integrata costi-ricavi-impatti-strategie a mitigazione impatti o amplificazione opportunità ambientali, sociali e di governance.

BIBLIOGRAFIA

- «13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf». Consultato 23 settembre 2022.
<https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>.
- «2013 - Il bilancio sociale standard, principi di redazio.pdf». Consultato 29 settembre 2022.
<http://www.gruppobilanciosociale.org/wp-content/uploads/2016/07/Standard-GBS-2013-Principi-di-redazione-del-Bilancio-Sociale.pdf>.
- «2020 - The Time Has Come The KPMG Survey of Sustainability.pdf», s.d.
- «2022 - MSCI ESG Ratings Methodology.pdf». Consultato 14 settembre 2022.
<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>.
- «10152020-sasb-sec-amac-esg-subcommittee.pdf», s.d.
- «AccountAbility». Consultato 27 settembre 2022. <https://www.accountability.org/>.
- Alexander, Gordon J., e Rogene A. Buchholz. «Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance». *Academy of Management Journal* 21, fasc. 3 (settembre 1978): 479–86.
<https://doi.org/10.5465/255728>.
- An analysis of the stock market impact of environmental performance information. «An Analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information». Consultato 29 luglio 2022.
<https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.04.002>.
- Bai, Xuan, e Jeanine Chang. «Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Mediating Role of Marketing Competence and the Moderating Role of Market Environment». *Asia Pacific Journal of Management* 32, fasc. 2 (giugno 2015): 505–30. <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9409-0>.
- Barnett, Michael L., e Robert M. Salomon. «Does It Pay to Be Really Good? Addressing the Shape of the Relationship between Social and Financial Performance». SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY, 7 giugno 2011. <https://papers.ssrn.com/abstract=1860985>.
- Becchetti, Leonardo, Rocco Ciciretti, e Ambrogio Dalò. «Fishing the Corporate Social Responsibility Risk Factors». *Journal of Financial Stability* 37 (agosto 2018): 25–48.
<https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.04.006>.
- Becchetti, Leonardo, Rocco Ciciretti, Ambrogio Dalò, e Stefano Herzel. «Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis». *Applied Economics* 47, fasc. 25 (28 maggio 2015): 2541–62.
<https://doi.org/10.1080/00036846.2014.1000517>.
- Beurden, Pieter van, e Tobias Gössling. «The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance». *Journal of Business Ethics* 82, fasc. 2 (ottobre 2008): 407–24. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x>.
- Bouslah, Kais, Lawrence Kryzanowski, e Bouchra M'Zali. «The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk». *Journal of Banking & Finance* 37, fasc. 4 (aprile 2013): 1258–73.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>.
- Carroll, Archie B. «Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct». *Business & Society* 38, fasc. 3 (settembre 1999): 268–95. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>.
- «Chatterji et al. - 2016 - Do ratings of firms converge Implications for man.pdf». Consultato 22 luglio 2022. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdfdirect/10.1002/smj.2407?download=true>.
- Chen et al. 2018. «The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China | Elsevier Enhanced Reader». Consultato 19 settembre 2022.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>.
- «choosing-socially-responsible-stocks-moskowitz-1972.pdf», s.d.
- «Cochran1984Corporate Social Responsibility and Financial Performance.pdf», s.d.
- «Corporate Social Performance and Firm Risk - a meta-analytic Review - Orlitzky Benjamin.pdf», s.d.

- «Corporate Social Performance and Stock Returns - UK evidence from disaggregate measures.pdf», s.d.
 «De Pelsmacker and Janssens - 2007 - A Model for Fair Trade Buying Behaviour The Role .pdf».
 Consultato 22 luglio 2022. <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10551-006-9259-2.pdf>.
- Del Giudice, Alfonso. *La finanza sostenibile: strategie, mercato e investitori istituzionali*. Torino: G. Giappichelli, 2019.
- Dyck, Alexander, Karl V. Lins, Lukas Roth, e Hannes F. Wagner. «Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence». *Journal of Financial Economics* 131, fasc. 3 (1 marzo 2019): 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>.
- «Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf», s.d.
- Francesca Manes Rossi, Rebecca Levy Orelli, Carlotta del Sordo. *Integrated Reporting e valore aziendale*. Franco Angeli, s.d.
- «Frooman - 2022 - Stakeholder Influence Strategies.pdf». Consultato 22 luglio 2022.
<https://www.jstor.org/stable/pdf/259074.pdf>.
- Gil-Bazo, Javier, Pablo Ruiz-Verdú, e André A P Santos. «The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies», s.d., 39.
- Giudice, Alfonso Del, e Stella Gubelli. «Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI», s.d., 55.
 «Giudice and Gubelli - Sostenibilità una valutazione su misura per le PM.pdf», s.d.
- Godfrey, Paul C., Craig B. Merrill, e Jared M. Hansen. «The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis». *Strategic Management Journal* 30, fasc. 4 (aprile 2009): 425–45.
<https://doi.org/10.1002/smj.750>.
- «GRI - About GRI». Consultato 22 luglio 2022. <https://www.globalreporting.org/about-gri/>.
- «GRI - GRI Standards Italian Translations». Consultato 27 settembre 2022.
<https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-italian-translations/>.
- «GSIA REPORT 2020.pdf», s.d.
- «Guida-dell-ocse-sul-dovere-di-diligenza-per-la-condotta-d-impresa-responsabile.pdf». Consultato 28 settembre 2022. <https://mneguidelines.oecd.org/Guida-dell-ocse-sul-dovere-di-diligenza-per-la-condotta-d-impresa-responsabile.pdf>.
- «Guidance-on-the-strategic-report-2014.pdf». Consultato 29 settembre 2022.
<https://www.frc.org.uk/getattachment/697745ed-d991-4360-a32c-857dc28fb949/Guidance-on-the-strategic-report-2014.pdf>.
- Hart, Oliver, e Luigi Zingales. «Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value». *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2, fasc. 2 (6 novembre 2017): 247–75.
<https://doi.org/10.1561/108.00000022>.
- «IFRS Foundation completes consolidation with Value Reporting Foundation | Integrated Reporting». Consultato 3 ottobre 2022. <https://www.integratedreporting.org/news/ifrs-foundation-completes-consolidation-with-value-reporting-foundation/>.
- IIFRS® Practice Statement Exposure Draft ED/2021/6. «Exposure Draft: Management Commentary», s.d., 124.
- «IRFRAMEWORK_ITALIANO.pdf». Consultato 30 settembre 2022.
https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2021/09/IRFRAMEWORK_ITALIANO.pdf.
- «italian-gri-101-foundation-2016.pdf». Consultato 27 settembre 2022.
<https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>.
- Kochan, Thomas, e Saul Rubinstein. «Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership». *Organization Science - ORGAN SCI* 11 (1 agosto 2000): 367–86.
<https://doi.org/10.1287/orsc.11.4.367.14601>.

- La Rosa, Fabio, Giovanni Liberatore, Francesco Mazzi, e Simone Terzani. «The Impact of Corporate Social Performance on the Cost of Debt and Access to Debt Financing for Listed European Non-Financial Firms». *European Management Journal* 36, fasc. 4 (agosto 2018): 519–29. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>.
- Landi, Giovanni C. *Sostenibilità e rischio d'impresa: evidenze e criticità dei rating esg*. Milano; [Padova: Wolters kluwer : CEDAM, 2020.
- «Legitimacy, Visibility, and the Antecedents of Corporate Social Performance - An Investigation of the Instrumental Perspective - Chiu,Sharfman.pdf», s.d.
- «linking-gri-standards-and-european-directive-on-non-financial-and-diversity-disclosure.pdf». Consultato 28 settembre 2022. <https://www.globalreporting.org/media/mwydx52n/linking-gri-standards-and-european-directive-on-non-financial-and-diversity-disclosure.pdf>.
- Matthews, David. «Integrated Reporting», 2012, 42.
- McGuire, Jean B, Alison Sundgren, e Thomas Schneeweis. «Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance», s.d., 21.
- mcwebmaster. «Eurosif 2018 SRI Study». *EUROSIF* (blog). Consultato 22 luglio 2022. <https://www.eurosif.org/news/eurosif-2018-sri-study-is-out/>.
- «McWilliams and Siegel - CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY A THEORY OF THE F.pdf». Consultato 4 agosto 2022. https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/49382807/CORPORATE_SOCIAL_RESPONSIBILITY-_A_THEORY_OF_THE_FIRM_PERSPECTIV-with-cover-page-v2.pdf?Expires=1659616687&Signature=AfiahJ~LDzaxho1eZ4c9WoZrJFfAvWTyQq9w86ZO2g85kWYrW9K6LBUG3qYtrYz6ASqcDmEfQXMialOzUgobAtPrNwUcCl6KzJtbMSev3rOu1fawgmZySeOSdrVrVqcG37Zgal~eXukg96mGvWFB8pd9iudWAUlcU9OrCxsX6sPn6fq1b~RCPp6s~Z6Bw88w7gWRFGTFVunLuBiKR1xqATOC1m5K0og95j7YkP8xq8tDMzdPiBwyl6lxnbZ77GID9K~IIKYo3jBndxUOdZcTTBaDAs-R3PIPsBR9q-8hMKkjev2ZbV~dAc38wLXiyMnw1V7hiXXClajvit1NcsjeA__&Key-Pair-Id=APKAJLOHF5GGSLRBV4ZA.
- «Mitchell - 2022 - Toward a Theory of Stakeholder Identification and .pdf». Consultato 22 luglio 2022. https://www.jstor.org/stable/pdf/259247.pdf?refreqid=excelsior%3A0d2b124ee16502a9d89e24963381018f&ab_segments=&origin=&acceptTC=1.
- Nofsinger, John, e Abhishek Varma. «Socially Responsible Funds and Market Crises». *Journal of Banking & Finance* 48 (1 novembre 2014): 180–93. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.016>.
- Wiley.com. «One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy | Wiley». Consultato 29 settembre 2022. <https://www.wiley.com/en-fr/One+Report%3A+Integrated+Reporting+for+a+Sustainable+Strategy-p-9781119199960>.
- «ONU HUMAN RIGHTS AND TRANSNATIONAL CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTERPRISES.pdf», s.d.
- «Osservatorio DNF 2022 Deloitte.pdf», s.d.
- «Our Common Future United Nations WCED 1987.pdf», s.d.
- «PDF.pdf». Consultato 19 ottobre 2022. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0354&from=EN>.
- Pelozo, John. «Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance». *California Management Review* 48, fasc. 2 (gennaio 2006): 52–72. <https://doi.org/10.2307/41166338>.
- «Perrini2011_Article_DeconstructingTheRelationshipB.pdf», s.d.
- «Press-Release1.pdf». Consultato 30 settembre 2022. <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/03/Press-Release1.pdf>.
- Preston, Lee E., e Douglas P. O'Bannon. «The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis». *Business & Society* 36, fasc. 4 (dicembre 1997): 419–29. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>.
- «PRI Principles for Responsible Investment.pdf», s.d.

- «PUB100258.pdf». Consultato 10 ottobre 2022.
<https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100258.pdf>.
- «refinitiv-esg-scores-methodology.pdf». Consultato 14 settembre 2022.
https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf.
- Renneboog, L., Jenke Horst, e Chendi Zhang. «The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds». *SSRN Electronic Journal*, 1 febbraio 2007. <https://doi.org/10.2139/ssrn.985265>.
- «Røstadli - Summary of the Technical Readiness Working Group's.pdf». Consultato 19 ottobre 2022.
<https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/groups/trwg/summary-of-the-trwg-work-programme.pdf>.
- Russo, M. V., e P. A. Fouts. «A RESOURCE-BASED PERSPECTIVE ON CORPORATE ENVIRONMENTAL PERFORMANCE AND PROFITABILITY.» *Academy of Management Journal* 40, fasc. 3 (1 giugno 1997): 534–59. <https://doi.org/10.2307/257052>.
- SAI. «SA8000® Standard». Consultato 27 settembre 2022. <https://sa-intl.org/programs/sa8000/>.
- Sassen, Remmer, Anne-Kathrin Hinze, e Inga Hardeck. «Impact of ESG Factors on Firm Risk in Europe». *Journal of Business Economics* 86, fasc. 8 (novembre 2016): 867–904.
<https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>.
- «Sauder and Espeland - 2009 - The Discipline of Rankings Tight Coupling and Org.pdf». Consultato 22 luglio 2022. <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/000312240907400104>.
- Savage, Grant T., Timothy W. Nix, Carlton J. Whitehead, e John D. Blair. «Strategies for assessing and managing organizational stakeholders». *Academy of Management Perspectives* 5, fasc. 2 (febbraio 1991): 61–75. <https://doi.org/10.5465/ame.1991.4274682>.
- «Socially Responsible Funds and Market Crises | Elsevier Enhanced Reader». Consultato 21 settembre 2022. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.016>.
- Spicer, Barry H. «Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study», 2022, 19.
- «Standard_Ethics_Company_Presentation_IT.pdf», s.d.
- «Sustainability and its economic interpretations - Pezzey e Toman 2005.pdf», s.d.
- Sveiby, Karl Erik. *The New Organizational Wealth: Managing & Measuring Knowledge-Based Assets*. Berrett-Koehler Publishers, 1997.
- Taylor, Joseph, Joseph Vithayathil, e Dobin Yim. «Are Corporate Social Responsibility (CSR) Initiatives Such as Sustainable Development and Environmental Policies Value Enhancing or Window Dressing?» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 25, fasc. 5 (settembre 2018): 971–80. <https://doi.org/10.1002/csr.1513>.
- «The Ten Principles | UN Global Compact». Consultato 27 settembre 2022.
<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>.
- «Thinking about a more sustainable business an Indicators approach.pdf», s.d.
- Ullmann, Arie A. «Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms». *Academy of Management Review* 10, fasc. 3 (luglio 1985): 540–57.
<https://doi.org/10.5465/amr.1985.4278989>.