



Sostenibilità

una valutazione su misura per le PMI

Come valorizzare le condotte ESG delle aziende
di piccole e medie dimensioni



Sommario

| | |
|--|----|
| Introduzione | 2 |
| CAPITOLO 1 – Rating ESG: panoramica sullo stato attuale e analisi dei principali modelli esistenti | 3 |
| Metodologia di rating ESG – MSCI..... | 4 |
| Quadro generale..... | 4 |
| Definizione fattori chiave (rischi e opportunità) | 7 |
| Rilevazione della materialità dei fattori chiave per settore | 8 |
| Valutazione dei fattori chiave..... | 8 |
| Metodologia di rating ESG – Thomson Refinitiv..... | 13 |
| Elaborazione Dati e Quadro Generale..... | 14 |
| Benchmarking..... | 15 |
| Pesi delle categorie..... | 16 |
| Attribuzione dei punteggi..... | 16 |
| Punteggio ESG finale..... | 19 |
| Confronto tra metodologie | 19 |
| Temi comuni: sovrapposibilità e differenze..... | 19 |
| Modalità di calcolo: differenze di valorizzazione dei temi | 20 |
| CAPITOLO 2 – Analisi sul campo | 22 |
| Le interviste con le aziende | 22 |
| Il modello teorico e il questionario | 25 |
| La composizione del campione | 28 |
| Il profilo del campione esaminato..... | 28 |
| Operazioni straordinarie e politiche di investimento..... | 30 |
| La dimensione ambientale (E)..... | 31 |
| La dimensione sociale (S) | 33 |
| La <i>governance</i> societaria (G) | 36 |
| La simulazione di rating..... | 40 |
| Introduzione | 40 |
| Simulazione di rating: disponibilità dei documenti formali..... | 41 |
| Simulazione di rating: l’ipotesi di un <i>Social Premium</i> | 42 |
| Simulazione di rating: l’ipotesi congiunta | 44 |
| Conclusioni | 45 |
| Allegato..... | 49 |

Introduzione

Risulta ormai evidente che la valutazione della capacità dell'azienda di creare valore, di generare opportunità e di ridurre l'esposizione ai rischi debba tenere conto non solo degli indicatori di carattere economico-finanziario ma anche delle performance ESG.

Coerentemente con la crescente attenzione di New Day per il tema della sostenibilità, il presente report nasce dalla collaborazione di un team di professionisti, con l'obiettivo di studiare come le metodologie di rating ESG (Environmental, Social, Governance) potrebbero adattarsi alle Piccole e Medie Imprese.

Infatti, sebbene le principali agenzie di rating non finanziario siano oggi focalizzate su aziende di grandi dimensioni, i criteri ESG stanno entrando nelle decisioni di investimento di un numero crescente di fondi, e sempre più gli investitori sono chiamati ad applicare questi parametri anche ad aziende di minori dimensioni.

La ricerca è nata dalla convinzione che aziende a capitalizzazione medio-bassa presentino peculiarità che richiedono un approccio ad hoc per essere correttamente rappresentate da una valutazione ESG, e si propone di individuare variabili ottimali che rispondano a tale necessità.

CAPITOLO 1 – Rating ESG: panoramica sullo stato attuale e analisi dei principali modelli esistenti

L'analisi dei rating non finanziari attribuiti agli emittenti dalle principali agenzie operanti sul mercato rappresenta il primo indispensabile passaggio per comprendere non solo i meccanismi alla base di assegnazione del punteggio di sostenibilità, ma anche il grado di dettaglio delle informazioni necessarie ad elaborare il punteggio ESG. Lo scopo del presente studio è quello di fornire un impianto comunemente accettato su cui innestare delle modifiche ad hoc, allo scopo di renderlo adattabile al contesto della piccola e media impresa. È noto che l'attribuzione di uno score ambientale, sociale e di *governance* (ESG) richiede, innanzitutto, una *disclosure* di informazioni non finanziarie che le imprese a più alta capitalizzazione sono tenute a rilasciare al mercato, al contrario delle imprese di dimensione più piccola per le quali l'obbligo viene meno. In secondo luogo, alcuni temi hanno di sicuro un peso diverso a seconda della dimensione dell'impresa, oltre che del settore industriale di appartenenza, per cui è necessario pensare a criteri di ponderazione per la PMI che tengano conto degli aspetti peculiari connessi sia alla struttura proprietaria sia alla dimensione operativa.

La ragione che metodologicamente ci spinge ad indagare in via preliminare le modalità operative delle agenzie più importanti, risiede nella considerazione dell'ineluttabilità della diffusione di questi rating anche alle PMI quotate. Per ora, infatti, al di là di poche realtà di nicchia operanti in modo non standardizzabile, le PMI sono state escluse dall'attribuzione degli score ESG dai principali provider di rating non finanziario perché gli analisti sono stati maggiormente impegnati nella valutazione delle società di grande capitalizzazione presenti nei maggiori indici azionari mondiali. La copertura delle *large cap* è, ormai, quasi integrale se si considerano i principali indici globali e i principali provider di ESG score. È prevedibile, dunque, che nei prossimi anni l'estensione dell'interesse degli analisti coinvolga anche le società *mid & small cap*, presenti in moltissimi mercati quotati. Questo processo, però, va ponderato con l'attenzione dovuta: se gli analisti applicassero meccanicamente le stesse metodologie utilizzate per le valutazioni non finanziarie delle *large cap* incorrerebbero di sicuro nell'errore di attribuire pesi e valenze uguali a fattori che hanno un diverso peso in relazione alla dimensione d'impresa. Per le PMI questo rappresenta un potenziale rischio, in particolare su alcuni aspetti, come la *governance*, che necessariamente risente di differenze strutturali e sistematiche in relazione alla capitalizzazione della società e alla sua struttura proprietaria. Questo rischio può, però, diventare un'opportunità da cogliere. Infatti, senza costruire ex novo una metodologia per le PMI come è stato fatto da alcuni operatori, con le conseguenti difficoltà di diffusione al mercato, a nostro avviso è opportuno partire da quanto le grandi agenzie hanno sviluppato e sperimentato da tanti anni e proporre delle modifiche che aggiustino pesi o aggiungano dimensioni che conducano ad un giudizio di sostenibilità più adatto alla PMI.

Per lavorare in questa direzione è necessario conoscere bene la struttura degli indici e ricorrere all'aiuto delle imprese, che possono contribuire nell'identificazione dei fattori rilevanti e nella loro

quantificazione ai fini ESG. Il rischio di essere valutati, prima o poi, in modo meccanico e distorto, può diventare per le PMI un'opportunità per aiutare chi studia e lavora in questo ambito a offrire al mercato una soluzione specifica che si innesta su metodologie consolidate.

Alla luce dell'andamento del mercato, i provider di rating ESG sono andati concentrandosi via via in pochi operatori che, in virtù di operazioni di aggregazione, hanno assorbito nel corso degli anni le società di analisti non finanziari di dimensioni più piccole. Tra i provider più rilevanti che attualmente popolano il mercato vi sono: VIGEO – EIRIS, MSCI, Thomson Refinitiv, ISS - Oekom e Sustainalytics. A titolo esemplificativo, si è scelto di analizzare la metodologia di MSCI e Thomson Refinitiv, che è pubblicamente illustrata nei rispettivi siti web¹, per la maggiore copertura di emittenti titoli che essi sono in grado di garantire, con più di 6.800 imprese coperte da MSCI e 7.000 da Thomson Refinitiv.

Metodologia di rating ESG – MSCI

Quadro generale

La base dell'attività di ricerca di MSCI è l'osservazione dell'intersezione tra l'azienda e il suo core business da un lato e le criticità del settore di appartenenza dall'altro.

La metodologia di rating ESG di MSCI è fondata sull'analisi di rischi e opportunità legati agli argomenti più critici e/o rilevanti in tema di responsabilità sociale d'impresa. Effettivamente, mira ad individuare da un lato le esternalità negative prodotte dalle imprese di un determinato settore che si trasformeranno in un costo inatteso nel medio-lungo termine e, dall'altro, le opportunità che potranno essere capitalizzate, sempre in un'ottica di lungo periodo. In particolare, il modello ambisce a rispondere alle seguenti domande chiave:

- i. Per ogni settore di riferimento, quali sono i rischi e le opportunità più rilevanti che le aziende devono affrontare, relativamente ai fattori ESG?
- ii. Quanto è esposta, ciascuna impresa, a tali rischi e opportunità?
- iii. Come vengono gestiti da ogni azienda tali rischi e opportunità?
- iv. Qual è l'immagine complessiva dell'organizzazione e come si posiziona in relazione dei suoi *industry peer*?

La metodologia è strutturata secondo un approccio per settori, sulla base della classificazione GICS² (*Global Industry Classification Standard*), e si fonda sul concetto di ponderazione. I pesi relativi ai fattori chiave, o *key issue*, sono infatti definiti a livello di GICS *sub-industry* sulla base delle esternalità tipiche di ogni settore e dell'orizzonte temporale associato ad ognuna di queste. Nel caso in cui si

¹ <https://www.msci.com/documents/10199/123a2b2b-1395-4aa2-a121-ea14de6d708a>;

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf

² Il GICS è una tassonomia dei settori industriali sviluppata da Morgan Stanley Capital International e Standard&Poor's alla fine degli anni '90 a beneficio della comunità finanziaria globale. Tale classificazione si sviluppa su quattro differenti livelli di granularità crescente dei quali, per il rating ESG, viene utilizzata la più fine, ovvero le cosiddette *sub-industry* (vedi appendice 1 per dettagli classificazione).

ritenga necessario l'adattamento dei pesi di settore alle specificità di un'azienda, i fattori di ponderazione vengono riformulati ad hoc. La tematica *governance* è sempre considerata rilevante, indipendentemente dal settore in esame ed è pertanto inclusa nella valutazione di tutte le aziende. I fattori chiave e i pesi associati sono sottoposti a revisione formale con cadenza annuale, alla fine dell'anno solare.

Ognuno dei tre pilastri dell'analisi ESG è composto da differenti temi, a loro volta scomponibili in un set di fattori chiave. L'approccio valutativo, invece, segue due filoni principali: da un lato, attraverso metriche di esposizione che misurano quanto l'azienda in analisi sia esposta alle criticità materiali per il settore di riferimento, dall'altro, tramite metriche di gestione, volte alla quantificazione di come l'azienda in analisi gestisca tali criticità.

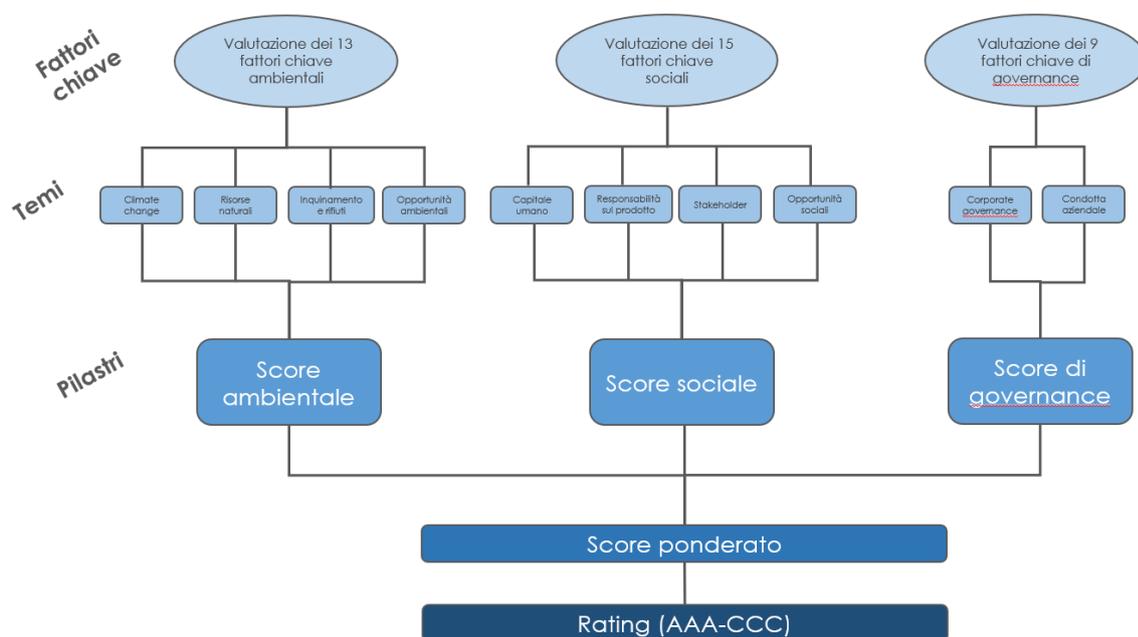


Figura 1 - Livelli di analisi della metodologia MSCI

Per arrivare al rating finale, lo score ponderato viene normalizzato per settore di appartenenza: il punteggio ottenuto viene riproporzionato su un intervallo determinato ogni anno sulla base di una media *rolling* degli score realizzati negli ultimi tre anni dalle aziende appartenenti al settore in esame, tra quelle appartenenti all'indice MSCI ACWI³, stabilendo il minimo e il massimo in un range compreso tra i due percentili 2,5 e 97,5. In seguito, la scala dei punteggi normalizzati per settore è divisa in 7 intervalli di egual dimensione e lo score viene trasposto sulla base della seguente transcodifica:

³ MSCI All Country World Index è un indice di mercato azionario composto da più di 2.400 titoli di 47 differenti mercati, 24 dei quali emergenti, concepito per fornire una misura il più ampia possibile del mercato azionario mondiale.

| Punteggio normalizzato per settore | Rating |
|------------------------------------|--------|
| 8,6 – 10 | AAA |
| 7,1 – 8,5 | AA |
| 5,7 – 7 | A |
| 4,3 – 5,6 | BBB |
| 2,9 – 4,2 | BB |
| 1,4 – 2,8 | B |
| 0 – 1,3 | CCC |

Tabella 1 - Tabella di conversione da punteggio 1-10 a rating in lettere

In generale, la metodologia di rating ESG di MSCI non intende fornire, rispetto alla performance aziendale in materia di sostenibilità e responsabilità sociale d'impresa, una valutazione assoluta bensì relativa e commisurata ai *peer* di settore.

Dati

La strategia di reperimento dei dati è schematizzabile come segue:

- * Rilevazioni sulle aziende riguardo a politiche ESG, programmi di sviluppo e risultati raggiunti
- * Informazioni sugli amministratori individuali e informativa societaria
- * Partecipazione ad assemblee degli azionisti
- * Database governativi.

Il monitoraggio è condotto in maniera sistematica per questioni come controversie o eventi relativi alla *governance* aziendale, e su base giornaliera per quel che concerne le news e gli eventi. Le nuove informazioni emergenti dal monitoraggio sono riflesse nell'aggiornamento settimanale del rating.

Inoltre, una volta all'anno, le aziende sono invitate a partecipare alla revisione formale dei dati utilizzati prima della pubblicazione dei rating affinché abbiano la possibilità di rivedere e commentare i fatti contenuti nel Report di Rating ESG di MSCI e fornire tutte le informazioni aggiuntive che ritengono utili per una miglior comprensione dell'approccio di sostenibilità adottato. Le imprese possono anche sottoporsi a tale procedimento volontariamente, in qualsiasi momento dell'anno.

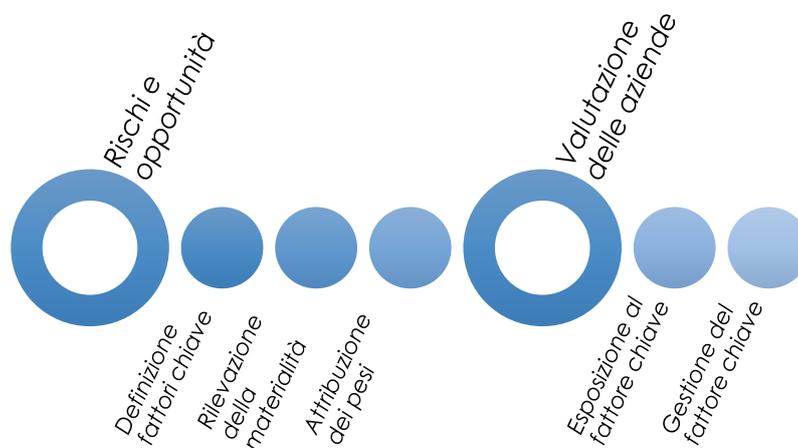


Figura 2 - Rappresentazione schematica della metodologia di rating ESG di MSCI

Definizione fattori chiave (rischi e opportunità)

La determinazione di rischi e opportunità avviene su due livelli distinti per livello di approfondimento. Un primo momento di analisi riguarda i trend su scala globale, come la crescente attenzione e obiettivi internazionali riguardo al cambiamento climatico, la scarsità di alcune risorse o il mutamento demografico, mentre un secondo *step* dell'analisi considera la natura specifica dell'operatività del settore e delle aziende che ne fanno parte. Imprese appartenenti allo stesso settore, generalmente, si trovano a dover affrontare gli stessi rischi e le stesse opportunità, ma l'esposizione specifica può variare.

Secondo l'approccio seguito dagli analisti di MSCI, un rischio e un'opportunità vengono considerati *materiali* per un settore quando è ragionevolmente probabile che si trasformino in un costo significativo o in un profitto rilevante. La metodologia identifica quindi rischi e opportunità materiali per ogni settore in esame mediante un modello quantitativo che esamina intervalli e valori medi per le esternalità come, per esempio, *emission intensity*⁴, *water intensity*⁵ e tassi di infortunio.

Sedici fattori chiave sono poi associati ai dieci temi e tre pilastri e attribuiti ad ogni settore sulla base del concetto di materialità sopra descritto e ponderati mediante pesi specifici di settore.

⁴ L'*emission* o *carbon intensity* è il tasso di emissioni di un dato inquinante rispetto all'intensità dell'attività o processo industriale in analisi, per esempio i grammi di diossido di carbonio rilasciati in atmosfera per ogni megajoule di energia prodotta o il rapporto tra le emissioni di gas serra e il PIL.

⁵ L'intensità di una risorsa (*resource intensity*) è la misura di quanto di quella risorsa viene impiegato per la produzione, la lavorazione e la distribuzione di un'unità di un dato prodotto o servizio, rappresentando, quindi, l'efficienza di utilizzo di tale risorsa.

Rilevazione della materialità dei fattori chiave per settore

Dopo aver selezionato i fattori chiave rilevanti per ogni settore, si procede alla determinazione dei pesi per la loro ponderazione nel punteggio finale. Ogni fattore assume un peso compreso tra il 5% e il 30% del rating complessivo e la sua ponderazione avviene secondo due assi di analisi:

- contributo del settore in questione, comparativamente a tutti gli altri settori, all'impatto socio ambientale generato, in termini del fattore chiave in esame
- tempistiche secondo le quali ci si attende che i rischi e le opportunità del fattore chiave in questione si materializzino.

Si giunge, su questa base, all'individuazione di tre livelli di intensità, che corrispondono ad altrettanti fattori di ponderazione, rappresentati in figura 3: se a una *issue* è attribuito un alto impatto nel breve periodo per un determinato settore, il peso relativo sarà in rapporto 1:3 con quello di una *issue* a basso impatto nel lungo termine, per il medesimo settore.

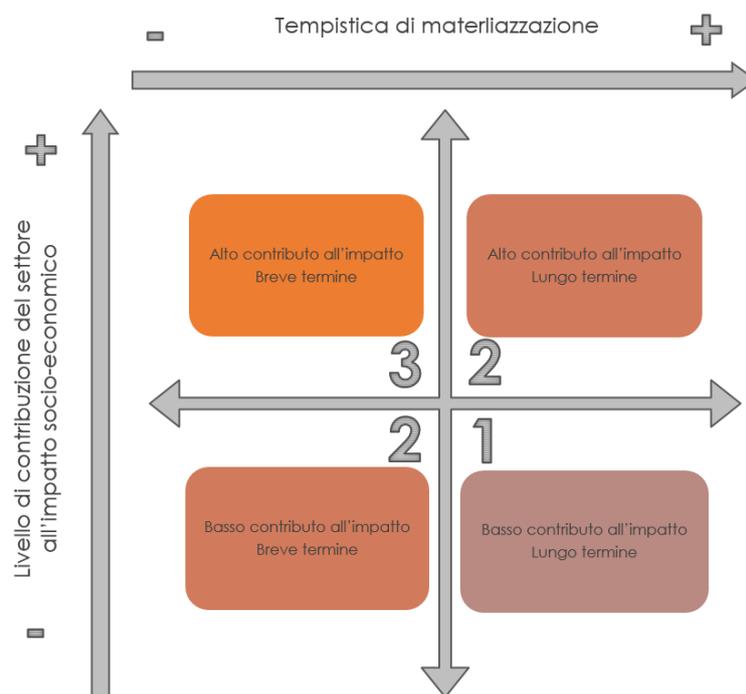


Figura 3 - Approccio di rilevazione dei pesi per i fattori chiave

Valutazione dei fattori chiave

Anche la valutazione delle performance aziendali relative ai fattori chiave identificati non viene effettuata in termini assoluti ma relativi rispetto alle performance dei *peer* di settore. Al fine di cogliere con maggiore precisione la corretta gestione di un fattore di rischio da parte di un'impresa, il modello di MSCI valorizza sia la comprensione del livello di esposizione dell'impresa al rischio esaminato sia la modalità di gestione del rischio stesso. Infatti, per ottenere un buon punteggio su

un determinato fattore chiave, un'azienda deve mettere in pratica una strategia di gestione commisurata al grado di intensità che il rischio relativo al fattore chiave in questione assume rispetto al suo campo di azione: un'impresa con un alto livello di esposizione, per raggiungere un buon punteggio, deve essere caratterizzata da un'ottima gestione mentre una con un grado di esposizione minore può permettersi di dedicare minori risorse alla criticità in questione. Allo stesso modo, se due aziende gestiscono un determinato fattore ESG in maniera equiparabile e con lo stesso grado di intensità, l'azienda maggiormente esposta al rischio in questione otterrà un punteggio minore di quella meno esposta, perché, considerata la propria esposizione, avrebbe dovuto presidiare maggiormente il rischio. Ad esempio, le imprese produttrici di energia elettrica sono fortemente esposte alla questione idrica ma ciascuna azienda può essere più o meno esposta ai rischi legati alla gestione dell'acqua in relazione all'ubicazione dei suoi impianti: se si trovano in zone soggette a scarsità idrica dovranno sicuramente attuare misure adeguate in maggior misura rispetto ad impianti collocati in zone con abbondanza d'acqua. Due aziende dello stesso settore, che lavorano in Canada (ricco di acqua) e Australia (con molte zone aride), ad esempio, saranno esposte in modo diverso al rischio specifico legato all'utilizzo della risorsa acqua.

Il modello di rating ESG di MSCI determina l'esposizione di ciascuna azienda ai fattori chiave sulla base di una scomposizione granulare del suo business: il prodotto e i segmenti di business principali, l'ubicazione dell'operatività e altre misure rilevanti come l'esternalizzazione di linee di business o la dipendenza da concessioni governative. L'analisi prende poi in considerazione l'entità e la validità delle strategie realizzate dall'azienda, così come il suo *track record* di gestione. Le controversie emerse nell'arco degli ultimi tre anni comportano deduzioni dal punteggio complessivo di gestione per ciascuna delle *key issue*.

Rischi

Esposizione e gestione sono quindi elementi che variano da impresa a impresa, anche all'interno dello stesso settore di riferimento e possono assumere un punteggio che varia da 1 a 10 come illustrato in figura 4:

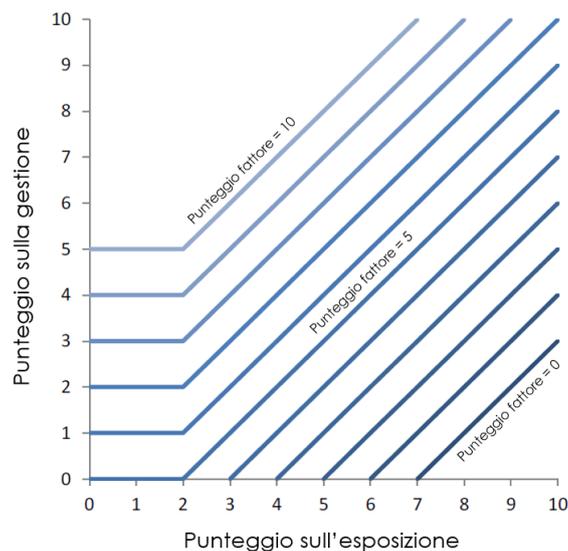


Figura 4 - Determinazione dei punteggi dei fattori di rischio a partire da quelli sulla gestione e sull'esposizione (rappresentazione grafica)

Esempio: la multiutility A utilizza fonti energetiche convenzionali che generano emissioni tossiche e di carbonio. Avendo un'alta esposizione ai rischi ambientali relativi al tema "Inquinamento e Rifiuti", per ottenere un alto punteggio in tale ambito dovrà mettere in pratica una solida strategia di gestione e mitigazione dei rischi. D'altra parte, la multiutility B ha come core business trasporto e distribuzione di energia elettrica, attività decisamente meno inquinante. Nonostante A e B appartengano al medesimo settore, le due aziende hanno dunque differenti livelli di esposizione ai rischi del tema "Inquinamento e Rifiuti" e, di conseguenza, per i fattori appartenenti a tale tematica, l'azienda B potrà ottenere un punteggio maggiore di A anche a fronte di un minor sforzo gestionale per la mitigazione di tali esternalità negative. Allo stesso modo, a parità di *effort*, l'azienda B otterrà un punteggio maggiore, poiché la sua gestione è più solida relativamente alla sua esposizione al rischio.

| | | Esposizione | | | | | | | | | | |
|----------|----|-------------|----|----|----|----|----|----|----|---|---|----|
| | | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Gestione | 0 | 5 | 5 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 1 | 6 | 6 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| | 2 | 7 | 7 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| | 3 | 8 | 8 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0 |
| | 4 | 9 | 9 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 |
| | 5 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| | 6 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 | 3 |
| | 7 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 | 4 |
| | 8 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 | 5 |
| | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 | 6 |
| | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 | 7 |

Tabella 2 - Determinazione dei punteggi dei fattori di rischio a partire da quelli sulla gestione e sull'esposizione (rappresentazione analitica)

Opportunità

La valutazione delle opportunità in ambito ESG segue logiche del tutto simili a quelle di analisi dei fattori di rischio, fatta eccezione per la modalità di combinazione dei punteggi di esposizione e gestione. Queste sono da interpretarsi, in questo nuovo contesto, rispettivamente come la rilevanza dell'opportunità per l'azienda in analisi, sulla base del suo business corrente e della sua localizzazione geografica, e la capacità di sfruttare vantaggiosamente tali opportunità. Laddove l'esposizione è limitata, la variabilità del punteggio del fattore sarà anch'essa limitata e vicina alla media, mentre un'esposizione maggiore può portare a valor estremi (molto alti o molto bassi), come rappresentato di seguito.

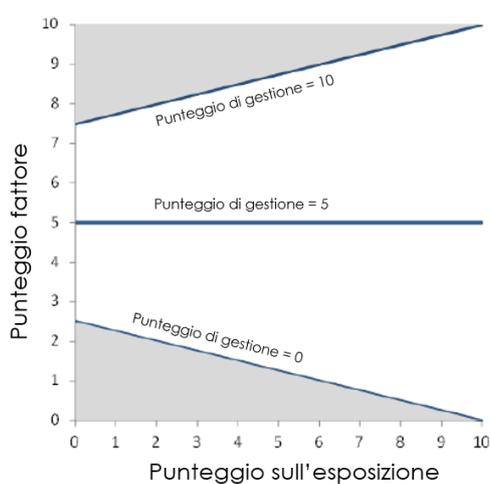


Figura 5 - Determinazione dei punteggi dei fattori di opportunità a partire da quelli sulla gestione e sull'esposizione (rappresentazione grafica)

| | | Esposizione | | | | | | | | | | |
|----------|----|-------------|------|---|------|-----|------|---|------|-----|------|----|
| | | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Gestione | 0 | 2,5 | 2,25 | 2 | 1,75 | 1,5 | 1,25 | 1 | 0,75 | 0,5 | 0,25 | 0 |
| | 1 | | | | | | | | | | | |
| | 2 | | | | | | | | | | | |
| | 3 | | | | | | | | | | | |
| | 4 | | | | | | | | | | | |
| | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | 6 | | | | | | | | | | | |
| | 7 | | | | | | | | | | | |
| | 8 | | | | | | | | | | | |
| | 9 | | | | | | | | | | | |
| | 10 | 7,5 | 7,75 | 8 | 8,25 | 8,5 | 8,75 | 9 | 9,25 | 9,5 | 9,75 | 10 |

Tabella 3 - Determinazione dei punteggi dei fattori di opportunità a partire da quelli sulla gestione e sull'esposizione (rappresentazione analitica)

Controversie

Un caso di controversia è definito come un evento o una situazione corrente per i quali l'opinione dei consumatori varia circa l'operato dell'impresa e/o i suoi prodotti e la percezione sul loro impatto ambientale, sociale o di *governance* diventa negativa. Generalmente, si tratta di un singolo episodio, come la diffusione incontrollata di notizie riservate, un incidente o un'azione regolatoria, o di una serie di avvenimenti ravvicinati e connessi tra loro, quali multe riguardo la gestione della sicurezza sul luogo di lavoro, accuse ripetute di comportamenti anti-competitivi legate alla stessa linea di prodotto, proteste reiterate della comunità locale a proposito di uno stabilimento o la denuncia ripetuta di un comportamento discriminatorio.

Il modello di rating ESG di MSCI esamina le controversie con l'obiettivo di comprendere se indichino la presenza di problemi strutturali nella capacità di gestione dei rischi dell'azienda. Coerentemente con l'approccio utilizzato per rischi e opportunità, un caso di controversia ritenuto il campanello d'allarme di un problema strutturale che si concretizzerà in un futuro rischio materiale per l'azienda, comporterà una deduzione dal punteggio del fattore in questione più alta di quella relativa a un caso di controversia che non sia reputato un chiaro segnale di futuro rischio materiale. Di conseguenza, il modello di rating ESG di MSCI, valuta ogni controversia singolarmente sulla base di due componenti: la natura e la scala dell'impatto socio-ambientale che l'evento esaminato rappresenta.

| | | Natura dell'impatto | | | |
|----------------------------------|---------------|---------------------|---------------|--------------|--------------|
| | | Molto significativa | Significativa | Media | Minima |
| Scala di diffusione dell'impatto | Molto diffuso | Molto grave | Molto grave | Grave | Moderato |
| | Diffuso | Molto grave | Grave | Moderato | Moderato |
| | Contenuto | Grave | Moderato | Trascurabile | Trascurabile |
| | Limitato | Moderato | Moderato | Trascurabile | Trascurabile |

Tabella 4 - Valutazione delle controversie sulla base della loro diffusione e della natura del loro impatto socio-ambientale

Corporate governance

Il punteggio relativo al tema "Corporate Governance" rappresenta una valutazione assoluta dell'amministrazione aziendale e può assumere valori da 1 a 10. A ogni impresa viene attribuito un punteggio massimo di partenza (10) dal quale possono essere dedotti punti sulla base delle valutazioni attribuite a ogni metrica chiave: 39 metriche relative al CdA, 23 metriche sulle retribuzioni, 26 sulla proprietà dell'impresa e 8 per l'amministrazione e contabilità.

Per quanto riguarda il tema "Condotta Aziendale", invece, il calcolo del punteggio consiste nella semplice somma dei punteggi ottenuti dall'azienda in esame per ogni metrica chiave.

Metodologia di rating ESG – Thomson Refinitiv

Il modello di rating ESG di Thomson Refinitiv opera secondo due livelli successivi.

In un primo momento analizza i comportamenti aziendali e la rendicontazione disponibile per misurare le performance ESG delle aziende (*score ESG*). A partire da tale valutazione viene poi determinato lo score ESG integrato mediante la decurtazione di un punteggio relativo alle eventuali controversie che hanno visto coinvolta l'impresa in analisi. Si tratta di punteggi basati su un semplice ordinamento percentile, disponibile sia in percentuale che in classi identificate da lettere, da D- ad A+ secondo la corrispondenza esplicitata in tabella 5. L'ordinamento percentile avviene all'interno delle classi di benchmark che sono i *peer* di settore secondo la classificazione TRBC (Thomson Refinitiv Business Classification) per gli indicatori sociali, ambientali e il paese per quelli di *governance*.

| Intervallo di punteggio | Classificazione |
|-------------------------|-----------------|
| 0,917 – 1 | A+ |
| 0,834 – 0,916 | A |
| 0,751 – 0,833 | A- |
| 0,667 – 0,750 | B+ |
| 0,584 – 0,666 | B |
| 0,501 – 0,583 | B- |
| 0,417 – 0,500 | C+ |
| 0,334 – 0,416 | C |
| 0,251 – 0,333 | C- |
| 0,167 – 0,250 | D+ |
| 0,084 – 0,166 | D |
| 0 – 0,083 | D- |

Tabella 5 - Tabella di conversione da ranking percentile a classificazione in lettere.

Elaborazione Dati e Quadro Generale

I dati sono per lo più provenienti da fonti pubbliche e dalle informazioni rilasciate dalle imprese stesse e constano di più di quattrocento metriche ESG, elaborate manualmente all'interno di un processo standardizzato per garantire l'uniformità delle valutazioni.

Sebbene il database sia aggiornato su base continua e lo *scoring* su base settimanale, i dati subiscono le modifiche più rilevanti su base annuale, in concomitanza con la pubblicazione delle rendicontazioni in materia ESG. Infatti, un aggiornamento più frequente dei dati è effettuato solo in casi straordinari, come, per esempio, cambiamenti significativi nel tipo di standard di reporting ESG o nella struttura aziendale in corso d'anno.

Le principali fonti dei dati sono i report annuali, i siti internet delle imprese, la percezione del mercato e delle borse valori, le notizie e soprattutto la rendicontazione in materia di responsabilità sociale d'impresa.

L'analisi ESG di Thomson Refinitiv è strutturata secondo i tre pilastri canonici – Ambiente, Società e *Governance* - mediante l'individuazione di 10 categorie e delle relative 178 metriche, ripartite come esemplificato in figura 6. Il grafico a torta riporta il numero di metriche per ogni categoria che, come vedremo, sarà un parametro importante nella definizione dei pesi degli indicatori.

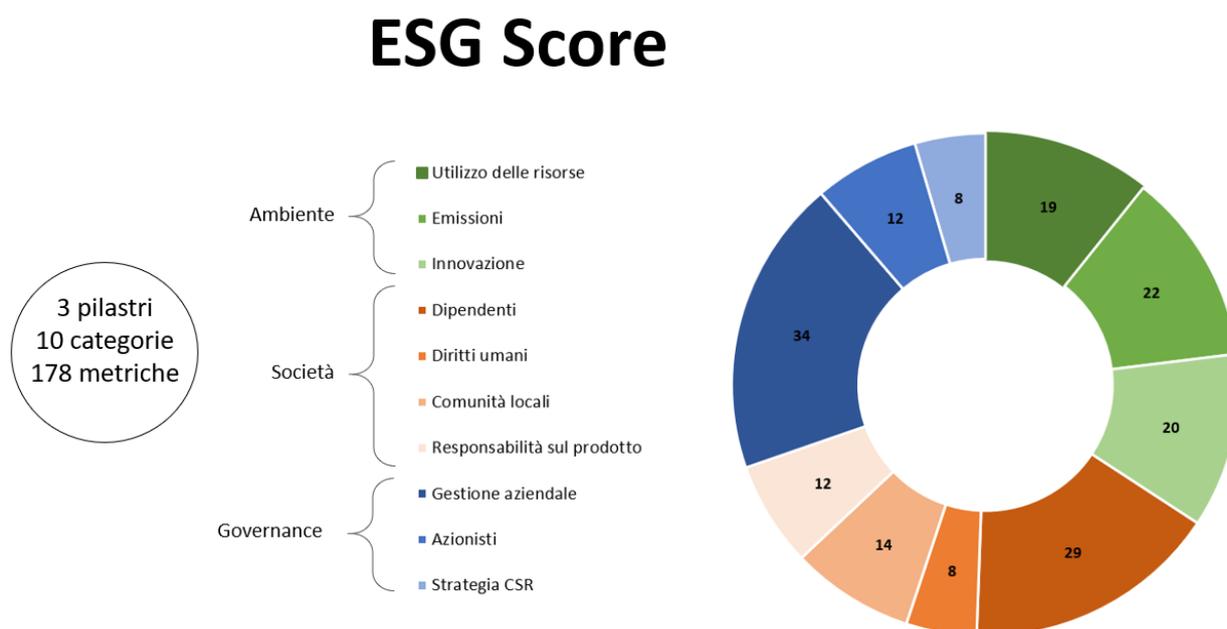


Figura 6 - Impianto valutativo ESG: Pilastri, Categorie e Metriche

Le metriche prese in considerazione ogni anno sono più di 400, all'interno delle quali, per la metodologia 2019, ne sono state selezionate 178, poiché ritenute maggiormente significative, trasversali tra aziende differenti e con la diffusione di dati più estesa possibile. È infatti importante, per quanto riguarda le dimensioni di analisi, trovare un buon compromesso tra dettaglio e genericità, per garantire, da un lato, che gli elementi esaminati siano specifici e pertinenti e, dall'altro, che siano applicabili ad ogni azienda osservata.

Di seguito il dettaglio delle Categorie che gli analisti di Thomson Refinitiv esaminano per la definizione del rating, con le relative definizioni.

| Categoria | Definizione |
|-----------------------------|--|
| Utilizzo delle risorse | Riflette performance e capacità dell'azienda nel ridurre l'utilizzo di materie prime, energia e acqua o di trovare soluzioni ecologicamente efficienti per i suoi processi produttivi. |
| Emissioni | Riflette le misure messe in pratica dall'azienda e, in generale, il suo impegno per la riduzione effettiva delle emissioni. |
| Innovazione | Riflette le capacità dell'azienda di ridurre i costi ambientali associati al suo business, creando nuove opportunità di mercato, grazie a nuovi processi e tecnologie o prodotti eco-friendly |
| Dipendenti | Misura l'efficacia dell'azienda nei confronti della soddisfazione e della salute dei suoi dipendenti, la capacità di creare un ambiente di lavoro sano e composito, con uguali opportunità per tutto il personale. |
| Diritti umani | Misura l'efficacia dell'azienda nel rispetto delle convenzioni internazionali sui diritti umani. |
| Comunità locali | Misura l'impegno dell'azienda nel porsi come un buon esempio di cittadinanza, proteggendo la salute pubblica e rispettando l'etica del business. |
| Responsabilità sul prodotto | Misura la capacità dell'azienda di produrre prodotti e servizi di qualità e di integrare, nei suoi processi produttivi, attenzione per salute e sicurezza dei clienti, integrità e privacy sui dati. |
| Gestione aziendale | Misura l'impegno e l'efficacia dell'azienda nel seguire i principi di <i>best practice</i> in materia di corporate <i>governance</i> aziendale. |
| Azionisti | Riflette quanto l'azienda è in grado di garantire a tutti i suoi azionisti un ugual trattamento e le misure di antitakeover |
| Strategia CSR | Misura quanto l'integrazione dei fattori socio-ambientali con quelli economici sia sviluppata e comunicata all'interno dei processi decisionali e dell'attività quotidiana dell'azienda. |

Figura 7 - Elenco delle Categorie con relativa descrizione.

Benchmarking

Come già riportato, per calcolare i punteggi relativi alle categorie socio ambientali, così come per quanto riguarda le controversie, vengono usati come benchmark i settori individuati da TRBC, poiché gli indicatori di tali pilastri sono paragonabili all'interno dello stesso settore.

D'altra parte, per le categorie di *governance*, il benchmark viene identificato nel sistema paese (si noti che, in caso di multinazionali, viene considerato il paese in cui si trovano gli *headquarters*), a causa dell'omogeneità delle *best practice* di *governance* all'interno della stessa nazione.

Pesi delle categorie

I pesi di ogni categoria sono determinati dal numero degli indicatori che la compongono, in relazione con il numero totale di indicatori. Questo significa che viene assegnato un peso più alto alle categorie dotate di un numero maggiore di indicatori, poiché questo viene considerato indice di maggior maturità e rilevanza all'interno dell'analisi ESG.

| Pilastro | Categoria | # Indicatori | Peso | Peso Pilastro |
|------------|-----------------------------|--------------|------|---------------|
| Ambiente | Utilizzo delle risorse | 19 | 11% | 34% |
| | Emissioni | 22 | 12% | |
| | Innovazione | 20 | 11% | |
| Società | Dipendenti | 29 | 16% | 35% |
| | Diritti umani | 8 | 4% | |
| | Comunità locali | 14 | 8% | |
| | Responsabilità sul prodotto | 12 | 7% | |
| Governance | Gestione aziendale | 34 | 19% | 30% |
| | Azionisti | 12 | 7% | |
| | Strategia CSR | 8 | 4% | |
| TOT | | 178 | 100% | 100% |

Tabella 6 - Struttura degli indicatori e relativo peso

Attribuzione dei punteggi

La metodologia di *scoring* utilizzata è basata sul percentile, che viene applicato ad ognuna delle dieci categorie e alle controversie, e, per sua natura, non è molto sensibile agli *outlier*. La distribuzione dei punteggi generati mediante il metodo della distribuzione percentile è quasi piatta e dunque i parametri classici, come media o deviazione standard, non sono particolarmente indicativi. Il modello di ranking poggia sui tre seguenti fattori:

- il numero di aziende peggiori dell'azienda in questione
- il numero delle aziende con egual punteggio
- il numero delle aziende valutate, relativamente alla metrica in questione e alla classe di benchmark.

$$\text{Score} = \frac{\# \text{ aziende con punteggio inferiore} + \frac{\# \text{ aziende con stesso punteggio}^*}{2}}{\# \text{ aziende totali}^{**}}$$

*compresa l'azienda in analisi

** ovvero numero di aziende valutate nella classe di benchmark rispetto alla metrica in analisi.

Il punteggio di ogni categoria è dato dalla media aritmetica di tutti gli indicatori rilevanti che la compongono, per ogni settore. I pesi normalizzati sono calcolati escludendo quegli indicatori quantitativi che non hanno dati disponibili pubblicamente, poiché sarebbe inaccurato usare fattori di proxy o di default, ad eccezione del parametro relativo alle emissioni di gas serra, per le quali, invece, esiste uno standard di calcolo universalmente riconosciuto.

Dati qualitativi

Le metriche qualitative sono interrogativi booleani, ovvero la cui risposta può essere Sì o No, dotati di una polarità che indica quale dei due possibili valori è positivo e quale negativo. Ad esempio, per la metrica “l’azienda dispone di una politica di riduzione delle emissioni?” il valore “Sì” è positivo, mentre per la metrica “l’azienda è coinvolta in controversie circa l’ambiente?” è negativo. La logica di trasposizione dei valori booleani in valori numerici per il calcolo dello *scoring* percentile è esplicitata in tabella 7.

Si noti che, se l’azienda non fornisce informazioni riguardo all’indicatore in questione, alla metrica viene attribuito di default il valore “No”, a seconda del valore di default di ogni metrica.

| Valore Booleano | Valore Numerico |
|-----------------|-----------------|
| Sì | 1 |
| No | 0,5 |

Tabella 7 – Transcodifica delle metriche qualitative

Dati quantitativi

Anche nel caso delle metriche quantitative, ogni indicatore ha la sua polarità, che indica se avere un punteggio alto sia un fattore positivo o negativo. Per esempio, possedere un alto valore di riutilizzo dell’acqua è positivo mentre è negativo un alto valore di emissioni.

Alle metriche quantitative viene assegnato un valore solo se l’azienda fornisce informazioni riguardo agli aspetti sottesi, ovvero non esistono valori di default come quelli utilizzati per le metriche qualitative.

Rilevanza per settore

Alcuni indicatori sono specifici di settore, poiché non rilevanti o applicabili a tutte le aziende. Ad esempio, la metrica “Asset management responsabile” sarà applicabile solo al settore finanziario.

Controversie

Il calcolo del punteggio delle controversie è effettuato mediante ventitré metriche di controversie ESG. Il valore di default di tali indicatori è 0, diventa 1 in caso in cui l'azienda abbia avuto controversie rilevanti alla categoria in questione e viene poi normalizzato rispetto ai *peer* di settore, che, come già riportato, rappresentano il benchmark di riferimento per le controversie, secondo il ranking percentile. Si noti che le controversie vengono riportate solo relativamente all'ultimo anno fiscale, per evitare problemi di *double counting*.

Ad esempio, supponiamo che il settore di *'Trasformazione Agroalimentare'* consti di sei imprese delle quali quattro hanno punteggio 0 relativamente all'indicatore di controversie *'Salute e sicurezza dei lavoratori'*, ovvero non sono state coinvolte in controversie in merito alla sicurezza sul lavoro, e due hanno punteggio 1. Si noti che la polarità, in questo caso, è negativa, ovvero più il punteggio è alto, peggiore è la situazione dell'azienda.

Di seguito viene riportata una tabella riassuntiva degli indicatori di controversie presi in considerazione dagli analisti di Thomson Refinitiv. Si noti che, ad eccezione di *'Management Departure'* (che esamina se qualche membro del top management ha rassegnato dimissioni volontarie o è stato sollevato dall'incarico), si tratta di indicatori quantitativi.

| Pilastro | Categoria | Nome | Tipo di metrica |
|-------------------|-----------------------------|---|--|
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie a danni dei consumatori | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie salute e sicurezza clienti | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie sulla privacy | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie sull'accesso al prodotto | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie sul marketing | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Responsabilità sul prodotto | Controversie in ambito R&D | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie per atteggiamento anti-competitivo | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie in ambito di etica del business | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie in merito alla proprietà intellettuale | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie legate a paesi critici | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie sulla salute pubblica | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Comunità locali | Controversie su frodi fiscali | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Diritti umani | Controversie riguardo al lavoro minorile | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Diritti umani | Controversie riguardo ai diritti umani | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Dipendenti | Controversie sulla diversity | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Dipendenti | Controversie su salute e sicurezza dei dipendenti | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Dipendenti | Controversie su paghe e condizioni di lavoro | Numero di controversie pubblicate |
| Società | Dipendenti | <i>Management departures</i> | Qualche membro del management ha rassegnato dimissioni volontarie o è stato sollevato dall'incarico? |
| <i>Governance</i> | Gestione aziendale | Controversie sulla retribuzione del management | Numero di controversie pubblicate |
| <i>Governance</i> | Azionisti | Controversie in merito alla contabilità | Numero di controversie pubblicate |

| | | | |
|------------|------------------------|--|-----------------------------------|
| Governance | Azionisti | Controversie di inside dealer | Numero di controversie pubblicate |
| Governance | Azionisti | Controversie sui diritti degli azionisti | Numero di controversie pubblicate |
| Ambiente | Utilizzo delle risorse | Controversie ambientali | Numero di controversie pubblicate |

Tabella 8 - Indicatori di controversie.

Punteggio ESG finale

Lo score finale è calcolato a partire dal punteggio ESG e dal punteggio legato alle controversie, secondo la seguente logica:

- Se il punteggio legato alle controversie è maggiore di 50 oppure minore di 50 ma maggiore del punteggio ESG, allora lo Score Integrato è pari al punteggio ESG
- Se il punteggio legato alle controversie è minore di 50 e minore del punteggio ESG, allora lo Score Integrato è la media del punteggio legato alle controversie e del punteggio ESG.

A titolo d'esempio:

| SCORE CONTROVERSIE | SCORE ESG | SCORE INTEGRATO |
|-----------------------|--------------|--------------------|
| 57 | 38 | 38 |
| 49 | 42 | 42 |
| 48 | 49 | 48,5 |

Tabella 9 - Esempio delle possibili casistiche per la determinazione dello Score Integrato.

Confronto tra metodologie

Temi comuni: sovrapposibilità e differenze

In tabella 10 sono riportati i pilastri costitutivi degli indici ESG MSCI e TR con la rispettiva suddivisione per aree tematiche.

| PILASTRO | ASPETTO MSCI | ASPETTO Thomson Refinitiv |
|------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Ambiente | Cambiamento climatico | |
| | Risorse naturali | Utilizzo delle risorse |
| | Inquinamento e rifiuti | Emissioni |
| | Opportunità ambientali | Innovazione |
| Società | Capitale umano | Lavoratori |
| | Responsabilità sul prodotto | Responsabilità sul prodotto |
| | Contrasti con gli stakeholder | |
| | Opportunità sociali | Comunità locali |
| Governance | | Diritti umani |
| | Corporate <i>governance</i> | |
| | Condotta aziendale | Gestione aziendale |
| | | Azionisti |
| | | Strategia di CSR |

Tabella 10 - Confronto aspetti MSCI / TR

Dal confronto, è evidente che la *Governance* rappresenti l'elemento maggiormente distintivo tra i *rating* elaborati da queste due agenzie. Infatti, mentre MSCI copre essenzialmente gli aspetti di *governance* classici, ovvero la composizione del *board*, la remunerazione dei manager, i controlli sull'amministrazione, il codice etico di condotta, TR approfondisce maggiormente quelli legati ai diritti degli azionisti e alla presenza di strategie CSR. Inoltre, TR attribuisce una rilevanza molto forte alle controversie legate ai vari pilastri, e sulla *governance* identifica tre indicatori che riguardano il numero di controversie sui diritti degli azionisti e un indicatore che considera le controversie sulle retribuzioni del *management*.

D'altra parte, gli aspetti analizzati nelle due metodologie relativamente al pilastro Società presentano molti punti di sovrapposizione ma due differenze rilevanti.

In primo luogo, infatti, MSCI definisce un aspetto a sé stante per le controversie di carattere sociale (*'Contrasti con gli stakeholder'*) mentre nel modello di TR vengono integrate e dettagliate nei vari aspetti sociali, come si può notare in tabella 10. Inoltre, TR considera i diritti umani come un tema specifico che, invece, non viene preso in analisi nel pilastro Società di MSCI.

Infine, l'Ambiente risulta il pilastro su cui c'è maggiore convergenza quanto ad aree tematiche. In effetti, al netto del tema circa il cambiamento climatico che si trova valorizzato in MSCI ma non in TR, i pilastri sono del tutto sovrapponibili riguardo alle altre *issue* indagate.

Questo aspetto non è sorprendente, dato che sulla sostenibilità ambientale c'è un'ampia e consolidata storia finanziaria dalla quale, successivamente, sono scaturite le riflessioni circa gli altri aspetti che oggi compongono il concetto di sostenibilità.

Modalità di calcolo: differenze di valorizzazione dei temi

Analizzate le differenze tra i vari *pillar* trattati, la questione si sposta sulle modalità di valorizzazione degli *score* per pilastro e del rating complessivo assegnato da queste due agenzie. Qui la differenza si fa rilevante.

Di seguito andremo ad evidenziare gli aspetti che reputiamo di maggior rilevanza e applicabilità per il nostro obiettivo di definizione di un modello di comportamento raccomandato per la piccola e media impresa italiana.

La modalità di assegnazione dei punteggi di MSCI è di tipo valutativo, basata su scale di punteggio lungo le due dimensioni di analisi di rischio e opportunità. La valutazione è cioè effettuata sulla base di quanto risulta essere rilevante la *key issue*, declinata in rischio o opportunità a seconda dei casi, e quanto viene reputato efficace l'*effort* erogato dalla società per fronteggiare questa esposizione.

TR, invece, attribuisce i punteggi sulla base dei 178 indicatori rappresentati in figura 6, ma poi li ripesa per settore in modo da offrire uno *score* in percentili, ovvero l'assegnazione dei punteggi

avviene in modalità comparativa e non assoluta. Inoltre, il punteggio finale tiene conto delle controversie come da meccanismo evidenziato in tabella 9 ed è un ribilanciamento piuttosto oneroso per le imprese più esposte alle controversie.

Anche per quanto riguarda la definizione dei fattori di ponderazione degli aspetti esaminati, si rileva una differenza sostanziale di approccio tra i due provider. Di fatto, MSCI, sulla base delle due dimensioni di tempo ('Tempistica di materializzazione') e intensità ('Livello di contribuzione all'impatto'), attribuisce pesi differenziati per *industry*, evidenziando così la diversa rilevanza che gli aspetti esaminati risultano avere per i differenti settori. La metodologia di TR, invece, non pondera gli indicatori ma utilizza un approccio di media aritmetica, sulla base dell'assunzione teorica che il numero di indicatori presenti nella rendicontazione sia direttamente proporzionale alla rilevanza che le relative *key issue* hanno nell'identificare la maturità e il riconoscimento da parte del mercato degli aspetti presi in considerazione.

CAPITOLO 2 – Analisi sul campo

Le interviste con le aziende

In seguito all'analisi metodologica descritta nel precedente capitolo, la ricerca è proseguita con un approccio misto: da un lato, a seguito di un'analisi dei modelli utilizzati dai principali ESG provider, è stata formulata una ipotesi di integrazione e modifica del framework teorico, nella sua struttura di *Aspetti, Temi, Fattori Chiave e Indicatori*. Dall'altra, con l'intento di superare un approccio meramente teorico, lontano dalle realtà aziendali oggetto di studio, sono state effettuate interviste approfondite con i rappresentanti di sei aziende, come riassunto in tabella 11. Tali direttrici sono state impostate con l'obiettivo comune di coinvolgere un panel più ampio di aziende a capitalizzazione medio-bassa, attraverso la compilazione di un questionario strutturato, per indagare i relativi approcci al tema della sostenibilità e guidare una selezione delle tematiche ESG più significative.

| Settore | Funzione interlocutore |
|--------------|------------------------|
| Multiutility | Risk e Compliance |
| Costruzioni | CSR manager |
| Finanziario | Investor Relations |
| Produzione | Investor Relations |
| Bancario | Investor Relations |
| Produzione | CFO |

Tabella 11 - Aziende intervistate

L'obiettivo delle interviste è stato duplice: si è cercato di indagare, da un lato, le modalità di coinvolgimento attuate dai rating provider nei confronti delle aziende e il processo seguito per la valutazione ESG e, dall'altro, l'opinione delle società circa il modello vero e proprio, con particolare attenzione a eventuali correttivi suggeriti dalle stesse.

La traccia seguita durante le interviste, precedentemente condivisa con gli interlocutori in modo tale da fornire loro la possibilità di reperire internamente, presso altre funzioni aziendali, le eventuali informazioni di cui non disponevano, è la seguente:

1. Agenzie di rating

- a. Quali sono le agenzie di rating che hanno valutato le performance ESG dell'azienda?

2. Coinvolgimento dell'azienda nel processo di rating

- a. L'azienda è stata coinvolta nel processo di rating?
- b. Se sì, mediante quali uffici o funzioni?
- c. Se sì, con che strumenti? (Es questionari, intervista telefonica, colloqui di persona...)
- d. L'agenzia ha richiesto documentazione a supporto del processo di rating? Se sì, quale?
- e. Quanti sono stati gli scambi effettuati con l'agenzia? Sono stati diretti e personali o standardizzati e semi automatici?
- f. Quali sono state le principali criticità riscontrate nel processo di rating?
- g. Prima della pubblicazione ufficiale del rating, l'azienda è stata informata dell'esito della valutazione? Se sì, come?

3. Modello di rating

- a. Ritiene che la valutazione complessiva sia coerente con l'attuale grado di sostenibilità del business aziendale?
- b. È a conoscenza delle valutazioni conseguite dai suoi *peer*? Se sì, le ritiene coerenti?
- c. È a conoscenza del giudizio riportato per ciascuno dei tre fattori E/S/G? Se sì, li ritiene coerenti con lo sforzo della sua azienda nello specifico?
- d. Per ciascuno dei tre fattori E/S/G le dimensioni indagate sono numerose. A suo giudizio, una società di capitalizzazione medio – piccola potrebbe avere necessità di un focus più specifico? Se sì, su quale dei tre pillar?
- e. In un'ottica di valorizzare al meglio l'approccio aziendale circa la sostenibilità, quali modifiche suggerirebbe agli analisti non finanziari?
- f. Quali sono gli ambiti in cui gli indicatori utilizzati sono stati meno efficaci nel rispecchiare l'impegno dell'azienda?

Le aziende intervistate sono state selezionate, oltre che per la disponibilità offerta e l'interesse dimostrato nei confronti del progetto, in base al fatto che fossero state oggetto di valutazione ESG da parte dei rating provider che includessero esplicitamente nella propria metodologia di analisi il coinvolgimento delle società. Tale scelta è stata motivata dalla opportunità di entrare in contatto con le funzioni aziendali precedentemente coinvolte e di ridurre così il rischio di inconsapevolezza dell'azienda, che avrebbe in qualche modo vanificato l'efficacia dell'intervista. Nonostante questo,

la metà delle aziende intervistate non era a conoscenza del fatto che fosse stato pubblicato un rating non finanziario circa l'operato della società.

In generale, i nostri interlocutori sono stati concordi nel rilevare una scarsa attenzione ad una comunicazione efficace con l'azienda: spesso l'output della valutazione ESG viene sottoposto a dipartimenti e funzioni non corrette e la sua pubblicazione non è condizionata al feedback della società. Anche il contenuto della comunicazione è stato definito, dalla maggior parte degli intervistati, non chiaro e facilmente confondibile con un'offerta commerciale.

Alcuni rating provider coinvolgono le aziende oggetto di valutazione nel momento dell'invio di una bozza del report, frutto delle valutazioni ESG portate a termine dagli analisti, che potrà essere rettificata o integrata mediante le segnalazioni dell'azienda. Tali integrazioni o rettifiche devono avere a supporto documenti pubblici; non viene quindi tenuto conto di policy e procedure interne, anche se regolarmente approvate, che non siano state rese pubbliche. Tale aspetto è stato evidenziato da alcune delle aziende intervistate come penalizzante, in quanto non riconosce gli effettivi sforzi in materia di sostenibilità; d'altra parte, in molti casi tale penalizzazione non induce alla pubblicazione di maggiori informazioni, a causa di valutazioni costi/benefici interne.

Un'altra modalità di coinvolgimento è incentrata sull'utilizzo di piattaforme informatiche sulle quali viene richiesto alle imprese valutate di caricare i dati necessari al rating. Tale attività risulta piuttosto onerosa per l'azienda che, con il coinvolgimento delle varie funzioni competenti, impiega fino a un mese per ognuno degli ESG provider. Nonostante questo, alcuni degli intervistati reputano che l'approccio sia positivo poiché consente all'azienda di esprimere tutto l'*effort* e le azioni attuate in materia ESG.

Un ulteriore punto di attenzione emerso durante le interviste è che molte aziende reputano la modalità degli scambi con le agenzie di rating eccessivamente standardizzata e lamentano la scarsa continuità di dialogo con gli analisti, soggetti a turnazione, compromettendo così la possibilità di conoscenza approfondita della realtà aziendale in questione. Le aziende intervistate valorizzano scambi personali approfonditi e collaborativi, che vadano in profondità nella descrizione della realtà aziendale. Successivamente agli scambi per la definizione della valutazione, le aziende hanno dichiarato di non essere state informate, nella maggior parte dei casi, della pubblicazione ufficiale del rating. Gli intervistati avrebbero inoltre apprezzato feedback più approfonditi circa le rispettive performance ESG, ritenuti molto utili in ottica di miglioramento aziendale.

Un'altra problematica riportata dalle aziende è la lingua: è raro infatti che gli analisti delle agenzie di rating parlino italiano e, di conseguenza, siano in grado di recepire le sfumature linguistiche dei documenti presentati.

In generale, le aziende intervistate apprezzerebbero maggior coinvolgimento nel processo di valutazione e maggior chiarezza e trasparenza, sia per quanto riguarda il modello adottato che la restituzione di *feedback*.

Il modello teorico e il questionario

Alla luce degli aspetti emersi dalle interviste con le aziende, è stato dunque strutturato un questionario di rilevazione ESG, con un duplice obiettivo. Da un lato, intende guidare l'azienda nella valorizzazione dei suoi punti di forza in termini di performance ESG, indagando i principali temi di sostenibilità e, dall'altro, mira a modellare tali aspetti sulle esigenze e caratteristiche di aziende a capitalizzazione medio/bassa che operano nel panorama italiano.

Il framework teorico in cui si inserisce si basa sulle seguenti definizioni di sviluppo sostenibile e di principi di sostenibilità, ampiamente riconosciuti e diffusi in letteratura.

Definito nel rapporto Brundtland, redatto dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e lo Sviluppo già nel 1987, lo *sviluppo sostenibile* è quel tipo di sviluppo che soddisfa i bisogni presenti e, al contempo, salvaguarda il sistema di supporto vitale del pianeta, dal quale dipende il benessere delle generazioni presenti e future.

Principi di sostenibilità:

- i. La sostenibilità è un concetto multidimensionale, nel quale si possono identificare tre aspetti principali: quello economico-finanziario, quello ambientale e quello sociale. È necessario perseguire l'equilibrio tra i fattori, senza sotto o sovrastimare nessuno di questi rispetto agli altri.
- ii. Prospettiva intergenerazionale: i bisogni presenti e futuri devono venire indentificati, valutati e gestiti considerando gli effetti a lungo termine delle decisioni che vengono prese oggi.
- iii. Approccio per stakeholder: occorre mettere al centro della discussione i bisogni e le aspettative dei differenti stakeholder coinvolti.
- iv. Life-cycle thinking (LTC): la sostenibilità presuppone la gestione degli impatti delle attività upstream e downstream, ovvero a monte e a valle della catena di fornitura e l'adozione di una visione ommnicomprensiva.

Il modello teorico alla base del questionario può essere schematizzato come segue:

| Pilastro | Aspetto | Tema | Fattore Chiave |
|--|------------------------|--|---|
| Ambiente | Utilizzo delle risorse | Efficienza nell'utilizzo delle risorse | Efficienza idrica |
| | | | Efficienza energetica |
| | | | Utilizzo materie prime |
| | | Impatto della catena di fornitura | Valutazione dell'Impatto ambientale della catena di fornitura |
| | Inquinamento e rifiuti | Emissioni | Emissioni e emissioni equivalenti |
| | | Rifiuti | Riduzione dei rifiuti |
| | Innovazione | Innovazione | Green Buildings |
| | | | Packaging sostenibile |
| Prodotti concepiti mediante Eco-Design | | | |

| | | | |
|---------|-----------------------------|--|--|
| Società | Lavoratori | Salute e sicurezza (dipendenti e catena di fornitura) | Salute e sicurezza |
| | | | Valutazione salute e sicurezza della catena di fornitura |
| | | Formazione, sviluppo, valorizzazione della diversity e benessere aziendale | Formazione e sviluppo |
| | | | Formazione in materia ESG |
| | | | Diversity e pari opportunità |
| | Diritti umani | Rispetto dei diritti umani (azienda e catena di fornitura) | Flessibilità Oraria e Smart Working |
| | | | Valutazione del rispetto dei diritti umani in azienda |
| | Comunità locali | Rispetto dell'etica aziendale | Valutazione del rispetto dei diritti umani nella catena di fornitura |
| | | | Contrasto alla corruzione |
| | | Inclusione e coinvolgimento | Protezione Whistleblower |
| | | | Coinvolgimento delle comunità |
| | Responsabilità sul prodotto | Trasparenza e correttezza delle informazioni | Inclusione finanziaria, sanitaria e accesso alle comunicazioni |
| | | | Trattamento dei dati nel rispetto della privacy |
| | | Qualità e sicurezza | Ispezioni e sanzioni da organi di vigilanza |
| | | Gestione della qualità del prodotto | |

| | | | |
|--------------|------------------------------|--------------------|---|
| Governance | Qualità corporate governance | Gestione aziendale | Diversity nel CdA |
| | | | Requisiti dei membri del CdA |
| | | | Remunerazione del management basata sulle performance o incentivi |
| | | | Registro presenze CdA |
| | | | Separazione presidente/AD |
| | Strategia CSR | Strategia CSR | Azionisti |
| | | | Coinvolgimento degli azionisti |
| | | | Anonimità del voto azionario |
| | | | Integrazione CSR nel processo decisionale aziendale |
| | | | Global Compact Signatory |
| | | | Remunerazione del management basata sulle performance ESG o incentivi |
| | | | Disclosure e rendicontazione su base volontaria |
| | | | Stakeholder Engagement |
| Controversie | | | |

Figura 8 - Modello teorico del questionario

Il questionario è stato strutturato in 4 parti: anagrafica, environment, social e governance, per un totale di 62 domande, la maggior parte in forma chiusa, 4 in forma aperta e 5 con richiesta di caricamento di documentazione.

La sezione anagrafica è stata progettata con l'obiettivo di fornire informazioni generali sull'azienda, a supporto dell'interpretazione dei dati delle sezioni successive, come, ad esempio, l'andamento del fatturato e del numero di dipendenti nel corso degli ultimi 3 anni, per comprendere in quale fase sia l'azienda e poter valutare positivamente o negativamente eventuali scelte di delocalizzazioni produttive. Un altro esempio è quello delle eventuali politiche di selezione del management (se per crescita interna o *talent acquisition*) che potrebbe aiutare ad interpretare percentuali scarse di donne in posizioni apicali. Poniamo infatti che un'azienda metalmeccanica presenti una quota esigua di donne nel management, questo potrebbe essere spiegato dal fatto che favorisca la crescita interna dei dipendenti e che storicamente la maggior parte dei dipendenti di un'azienda di tale settore siano di sesso maschile.

Inoltre, sono stati introdotti dati originali come il rapporto tra lo stipendio più alto e quello più basso, relativamente alla retribuzione dei dipendenti, ma purtroppo, a causa della sensibilità di tale

informazione e soprattutto della difficoltà di calcolo dovuta alla presenza in paesi diversi, le risposte ricevute non sono risultate significative.

Da un punto di vista metodologico è stata posta particolare attenzione ad alcuni accorgimenti, emersi anche grazie al dialogo con le aziende che ha preceduto la costruzione del questionario. In primo luogo, è stato scelto di rendere il questionario più flessibile possibile. Se da un lato, infatti, era importante che tutte le aziende analizzate si trovassero di fronte alle medesime *issue*, dall'altra ognuna di esse portava certamente con sé aspetti peculiari da comprendere e valorizzare, relativi al settore di appartenenza o alle specificità del business. È stato dunque scelto di lasciare ampio spazio a specificazioni qualitative e libere, a margine di ogni sezione, per approfondire le tematiche trattate e di introdurre nelle risposte chiuse la scelta "Non Applicabile" con relativa spiegazione delle motivazioni. In secondo luogo, è stato scelto di prendere in considerazione tutti i documenti e le policy delle aziende esaminate, indipendentemente dal fatto che fossero pubbliche o meno, così come le dichiarazioni della società stessa, proprio per non rendere la valutazione eccessivamente formalistica e penalizzante per le mid-cap. Infine, per quanto riguarda la maggior parte dei dati quantitativi, si è osservato il trend degli ultimi 3 anni che, a nostro avviso, permette di avere una visione più completa dell'azienda e del suo percorso di evoluzione, nonché dello sforzo profuso nella direzione della sostenibilità. Inoltre, per gli indicatori di consumi idrici, energetici, di materie prime e di produzione dei rifiuti, sono state fornite linee guida per il calcolo e il monitoraggio.

La composizione del campione

Le società oggetto dello studio sono quotate e con una capitalizzazione di mercato inferiore a 4 mld €. Il questionario è stato somministrato a 36 società e in 20 hanno riportato le risposte complete, con un tasso di *redemption* pari al 55%. I criteri di selezione delle aziende esaminate sono stati i seguenti:

- Massima copertura possibile per quel che riguarda i settori coinvolti
- Interesse per i temi trattati e disponibilità a collaborare
- *Market cap* non inferiore a 250 mln €.

Il profilo del campione esaminato

(Analisi delle risposte alle domande 1 – 4 del questionario)

Delle società oggetto di indagine e che hanno risposto al questionario, 4 appartengono al settore finanziario, 2 a quello delle *utilities* e le rimanenti 14 al settore industriale. Il ruolo dei rispondenti è *CSR manager* in 11 casi su 20 (55%) mentre in 9 casi la risposta al questionario è stata fornita da rispondenti che non ricoprono ruoli specifici in relazione alla sostenibilità. In tabella 12 sono rappresentate le principali statistiche descrittive del campione, rappresentando in un panel separato le società finanziarie.

| | Finanziarie (#4) | | Non finanziarie (#16) | | Differenze | |
|-------------------|------------------|---------|-----------------------|---------|------------|----------|
| | media | mediana | media | mediana | media | mediana |
| Total Assets (€b) | 26.2 | 29.8 | 3.1 | 1.6 | 23.1*** | 28.2*** |
| Leverage (%) | 54.8 | 55.3 | 47.2 | 50.5 | 7.6 | 4.8 |
| Revenues (€b) | | | 2.0 | 1.2 | | |
| EBITDA (€b) | | | 0.3 | 0.2 | | |
| ROA | 0.007 | 0.010 | 0.097 | 0.125 | -0.089*** | 0.115*** |

Tabella 12 - Statistiche descrittive. Il campione esaminato è distinto tra società finanziarie e non finanziarie. La fonte di dati, oltre al questionario, è Thomson Refinitiv. *Total assets* è il totale attivo in miliardi di €. *Leverage* è il totale dei debiti finanziari sul totale attivo. *Revenues* è il fatturato in miliardi di €. *EBITDA* rappresenta l'utile prima di interessi passivi, tasse, svalutazioni e ammortamenti in miliardi di €. ROA è il rapporto tra l'utile lordo e il totale attivo. ***, **, e * indicano la significatività a 1%, 5% e 10%, rispettivamente, del t-test per le differenze in media (t-test) e mediana (Wilcoxon-Mann-Whitney test) tra i due gruppi del panel.

Dalla tabella 12 si evince come la dimensione delle società finanziarie sia nettamente superiore a quella delle altre incluse nel campione, con una significatività statistica delle differenze sia in media sia in mediana molto robusta; anche la numerosità media dei dipendenti risulta significativamente più alta per le società finanziarie (2.907 al 31/12/2018) rispetto a quelle industriali (1.862 al 31/12/2018) del campione mentre i due gruppi di società sono tra loro dissimili quanto a redditività (ROA).

Nella loro operatività, queste società si avvalgono in larga prevalenza di fornitori locali sul totale delle forniture di beni e servizi (72% settore finanziario e 92% settore non finanziario); col termine "locali" alcune società (3 lo specificano nei commenti) intendono fornitori che risiedono sul territorio nazionale, altre intendono fornitori della stessa regione di residenza della società esaminata. Per alcune società che operano in settori particolari molto legati ad approvvigionamenti esteri (ad es. *oil & gas*) la risposta sui fornitori locali è stata data in relazione a beni e servizi non collegabili alle materie prime. 7 società non hanno fornito una risposta al quesito. A fronte di questo dato, la percentuale di fatturato delle società non finanziarie generata dalla vendita all'estero di beni e servizi è stata nel 2018 del 34% (fonte *Thomson Refinitiv*, item *Foreign Sales % Total Sales - WC08731*) mentre, se si restringe il campo alle sole società industriali manifatturiere, tale percentuale sale al 74%.

Il *trend* dell'andamento di fatturato a livello di gruppo, negli ultimi tre anni risulta in crescita per tutto il campione, con variazione maggiormente positiva per le società finanziarie.

| | Media variazione fatturato | |
|-------------------|----------------------------|-----------|
| | 2016-2017 | 2017-2018 |
| Campione completo | 4,5% | 7,17% |
| Finanziarie | 3,21% | 12,84% |
| Non finanziarie | 4,75% | 6,11% |

Tabella 13 - Andamento fatturato, ultimi 3 anni

Anche per quanto riguarda la numerosità dei dipendenti, la crescita risulta rilevante per il periodo 2017-2018, mentre relativamente ai risultati 2016-2017, il trend è leggermente positivo sul campione aggregato e sul panel composto dalle società non finanziarie e negativo per quelle finanziarie.

| | <i>Media variazione numerosità dipendenti</i> | |
|--------------------------|---|------------------|
| | <i>2016-2017</i> | <i>2017-2018</i> |
| <i>Campione completo</i> | 1,78% | 4,87% |
| <i>Finanziarie</i> | -0,62% | 7,82% |
| <i>Non finanziarie</i> | 2,38% | 4,13% |

Tabella 14 – Media variazione numero dipendenti

Tutte le società sono quotate al MTA (Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana) e 9 delle 16 società non finanziarie (56% circa) rientrano nel segmento STAR del MTA (Segmento Titoli ad Alti Requisiti), che accoglie medie imprese quotate (da €40m. a €1b. di capitalizzazione) che rispettano criteri di eccellenza in termini di trasparenza e comunicazione, *governance* societaria allineata a standard internazionali e elevata liquidità (minimo 35% di flottante). Le società del campione presentano una struttura proprietaria concentrata; in media il primo azionista delle società del campione risulta possedere una quota del 57%.

Operazioni straordinarie e politiche di investimento

(Analisi delle risposte alle domande 5 – 16 del questionario)

Le imprese in esame hanno portato a termine operazioni di acquisizione nel corso del triennio precedente. 16 su 20 dichiarano di aver effettuato un'acquisizione; di queste 13 sono non finanziarie e 3 finanziarie. È interessante rilevare come alla domanda sulle *policy* di integrazione del nuovo business, le società abbiano risposto in prevalenza dichiarando innanzitutto la salvaguardia dei contratti in essere sia di lavoro sia di fornitura (11 su 16) pur in assenza di procedure formalizzate sul tema.

L'impatto delle operazioni di acquisizione può essere rilevante sul posizionamento dei manager, dal momento che questi eventi straordinari possono modificare gli assetti organizzativi societari. In prevalenza (11 su 20, di cui 9 non finanziarie e 2 finanziarie) le società dichiarano di adottare politiche di crescita interna del *management*, mentre 9 su 20 non hanno delle politiche prevalenti su tale aspetto.

8 società su 20 (6 non finanziarie e 2 finanziarie) hanno dovuto adottare misure straordinarie sul personale. Di queste, 4 società hanno provveduto a misure di licenziamento collettivo con contestuale riassunzione in altre società del gruppo; 1 ha introdotto misure relative ai contratti di solidarietà e 1 il piano di esodo anticipato. Una società, invece, ha pianificato la stabilizzazione dei contratti di lavoro precario.

Nessuna delle società del campione ha delocalizzato la produzione nel triennio 16-18.

Il tema delle politiche di investimento di natura finanziaria aventi a oggetto la sostenibilità è stato giudicato rilevante per 6 società su 20. Di queste, solo 3 hanno delle *policy* formalizzate e pubblicate sulla pagina *web* della società.

Quanto al modello organizzativo, tutte le società adottano il modello organizzativo gestionale ex D. Lgs. 231/2000, obbligatorio per le 9 società quotate nel segmento STAR.

In sintesi, pur essendo società attive sul mercato del M&A, l'intento prevalente dell'acquisizione ha riguardato l'espansione del *business* senza incrinare i rapporti contrattuali e di lavoro preesistenti delle società acquisite. Le operazioni straordinarie non hanno mai portato a decisioni di delocalizzare le attività produttive e quando, per motivi di crisi conclamata, le società hanno dovuto adottare politiche straordinarie sul personale, la maggior parte di esse ha provveduto a riassorbire e reintegrare in altre società del gruppo i lavoratori licenziati collettivamente.

La dimensione ambientale (E)

(Analisi delle risposte alle domande da 17 a 27 del questionario)

Le *policy* ambientali sono molto rilevanti per gestire gli impatti ambientali generati dall'attività di impresa, migliorare la reputazione e il punteggio ESG. Da questo punto di vista, il punto debole che si evince dalla *survey* è l'assenza di *policy* ambientali rese pubbliche (anche attraverso il *web*). Questa assenza è particolarmente penalizzante perché le agenzie di *rating* basano i loro giudizi soltanto su documenti pubblicamente consultabili: pertanto, se anche una società adottasse i migliori criteri e le più avanzate linee guida in ambito *environment*, sarebbe comunque penalizzata dall'assenza di questo documento sul sito della società. 11 su 20 società dichiarano che il documento di *policy* ambientale è reso disponibile a tutti gli *stakeholder* interessati attraverso la pubblicazione sulla *web-page* dell'azienda, mentre le altre società non hanno reso pubblici tali documenti.

| Tutto il campione (#20) | Riduzione impatti | Monitoraggio impatti | Report consuntivo | Trend in miglioramento |
|-------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|------------------------|
| Consumi idrici | 10 | 16 | 16 | 12 |
| Consumi energetici | 13 | 18 | 18 | 13 |
| Emissioni gas serra | 11 | 18 | 18 | 14 |
| Consumo materie prime | 7 | 11 | 11 | 9 |
| Produzione rifiuti | 11 | 16 | 16 | 14 |

Tabella 15 - Politiche ambientali

L'attenzione verso la riduzione degli impatti ambientali, soprattutto energetici, è rilevante per la maggior parte delle aziende intervistate. Le *policy* di monitoraggio e reportistica sono altrettanto importanti e trasversali, non solo sui consumi energetici ma anche idrici e di materie prime, oltre che di riduzione dei rifiuti e di emissioni. Le attività di controllo di queste esternalità negative producono dei trend di miglioramento in tutte le aree indagate, consentendo alle società di elevare il livello di sostenibilità ambientale della propria attività economica.

Le 11 società che dichiarano di pubblicare queste *policy* lo fanno a mezzo Dichiarazione Non Finanziaria (DNF) in 7 casi e in 4 casi, invece, pubblicano il documento sul sito internet. Le altre hanno situazioni molto differenziate: 1 società dichiara che il documento è disponibile nella intranet aziendale; 1 dichiara che il documento è in fase di definizione; 7 non rispondono.

L'altro grande aspetto riguarda le certificazioni ambientali. 15 su 20 sono dotate della certificazione ISO 14001 che identifica un'adesione, su base volontaria, ad uno standard di gestione aziendale certificato. L'altra importante certificazione dichiarata in prevalenza (6 su 20) riguarda lo standard per la gestione dell'energia, ISO 50001.

Per quanto riguarda il monitoraggio ambientale, 18 su 20, aderendo agli standard internazionali GRI⁶ per il report di sostenibilità, utilizzano gli indicatori da questi previsti per il monitoraggio degli impatti ambientali mentre 7 aderiscono al CDP⁷, che identifica gli standard di monitoraggio per le emissioni.

Per quanto riguarda l'adesione al sistema dei certificati bianchi, che comporta il riconoscimento di un contributo economico che incentivi la riduzione di emissione di CO₂, 8 sono le società del campione aderenti.

Sui criteri di scelta dei fornitori, l'aspetto ambientale diventa rilevante e 11 società su 20 dichiarano di avere delle *policy* in proposito. 6 di esse rendono pubblico il documento relativo alle *policy* seguite e 9 fanno delle verifiche periodiche sulla correttezza degli standard ambientali dei fornitori: di queste, 4 lo fanno abitualmente in relazione ai fornitori "critici", ovvero operanti in paesi con rilevanti *issues* su temi ambientali; 3 sui fornitori principali; 2 su tutti i fornitori quando possibile.

Riassumendo, l'analisi della dimensione ambientale delle società del campione evidenzia un'importante attenzione al tema e uno sforzo ad aderire a standard internazionali elevati, come dimostrano le certificazioni ottenute e il monitoraggio secondo principi GRI o CDP. Le *policy* ambientali sono presenti in quasi tutte le società del campione, in particolare sul monitoraggio e la

⁶ Gli standard GRI sono standard di rendicontazione socio-ambientale promossi dalla Global Reporting Initiative che intendono guidare aziende, governi e altre organizzazioni nella comprensione e comunicazione degli impatti del business in questione su particolari aspetti rilevanti nell'ambito delle tematiche di sostenibilità.

⁷ Il Carbon Disclosure Project è un'organizzazione non-profit con sede nel Regno Unito che supporta imprese e governi locali nella rendicontazione degli impatti ambientali. L'obiettivo principale è quello di rendere il reporting ambientale e la gestione dei rischi una norma aziendale e guidare la divulgazione, la comprensione e l'azione verso un'economia sostenibile.

reportistica degli impatti energetici (18 su 20) e di emissione di gas serra (18 su 20). Il punto debole è il mancato risalto di queste politiche sui siti *web* delle società: solo 11 su 20 si preoccupa della pubblicizzazione delle *policy* ambientali implementate (7 tramite DNF e 4 tramite sito). Questo penalizza le società quando vengono valutate dalle agenzie di *rating* non finanziario, perché queste ultime formano un giudizio esclusivamente sulla documentazione pubblicamente disponibile. Pertanto, una società può essere penalizzata a causa di una mancanza meramente formale.

La dimensione sociale (S)

(Analisi delle risposte alle domande da 28 a 50 del questionario)

L'adozione di *policy* e linee guida che riguardino la responsabilità sociale sono fondamentali nella valutazione complessiva di sostenibilità di un'attività economica. In particolare, il rispetto dei diritti umani, la tutela della salute dei lavoratori, il contrasto alla corruzione, l'attenzione alla qualità del prodotto e alla trasparenza delle informazioni sono tutti argomenti che richiedono l'adozione di procedure standardizzate che garantiscano il rispetto della dimensione sociale del business.

Le aziende intervistate, seppure sostanzialmente attente alle questioni relative alla S, mostrano lo stesso problema già riscontrato sulla E quanto alla mancata pubblicazione di *policy* rilevanti sulle questioni sociali. Infatti, 13 su 20 dichiarano che esse sono rese pubbliche ma, approfondendo la domanda, solo 11 su 20 le rendono fruibili, 6 attraverso la DNF e 5 attraverso il sito internet della società. Le agenzie di *rating* non finanziario, però, esaminano solo ciò che è consultabile pubblicamente: pertanto, le società che pur si adoperano per migliorare la sostenibilità sociale del loro *business*, sono di sicuro penalizzate se non provvedono a fare *disclosure* dei documenti formalizzanti le procedure.

| Tutto il campione (#20) | Riduzione impatti | Monitoraggio impatti | Report consuntivo | Trend in miglioramento |
|--|-------------------|----------------------|-------------------|------------------------|
| Rispetto dei diritti umani | 14 | 15 | 12 | 7 |
| Salute e sicurezza sui luoghi di lavoro | 17 | 20 | 19 | 17 |
| Contrasto alla corruzione | 17 | 19 | 16 | 12 |
| Trasparenza e correttezza delle informazioni | 8 | 10 | 7 | 5 |
| Qualità del prodotto/servizio | 16 | 18 | 16 | 13 |

Tabella 16- Politiche sociali

Dalla tabella 16 è evidente come le società rispondenti abbiano implementato numerose attività sia in termini di riduzione sia in termini di monitoraggio degli impatti sui vari temi esaminati. La sicurezza sul lavoro è l'*item* che più ha ricevuto attenzioni su tutte le aree, dalle attività di riduzione dei rischi al monitoraggio alla reportistica, offrendo il più alto trend di miglioramento tra le diverse aree. Anche l'attenzione alla qualità del servizio/prodotto è elevatissima, con un interesse trasversale per attività (riduzione, monitoraggio, reportistica) molto elevato.

A riprova di questa grande attenzione, molte società del campione dispongono della certificazione ISO 9001⁸ (17 su 20) e più della metà della certificazione ISO 45001⁹ (11 su 20).

Ampiamente diffusa è l'adozione di procedure in materia di *whistleblowing*¹⁰ (18 su 20).

11 su 20 dichiarano di disporre di procedure formali di valutazione dei propri fornitori sugli aspetti sociali più critici (rispetto dei diritti umani, salute e sicurezza in ambiente di lavoro, lavoro minorile) e 7 dichiarano di effettuare informalmente tali controlli sui fornitori. L'audit sociale è più limitato: tale pratica è dichiarata solo da 6 rispondenti su 20, di cui 2 solo con riferimento a fornitori "critici", ovvero residenti in paesi più a rischio quanto a tutela dei diritti dei lavoratori, 2 ai fornitori principali e 1 a tutti i fornitori.

Circa lo sviluppo delle risorse umane, solo 5 società del campione dichiarano di non avere procedure formalizzate riguardanti la formazione dei dipendenti. Infatti, il numero di ore di formazione erogate nel 2018 è elevato e riassunto nella tabella seguente.

| | Finanziarie (#4) | | Non finanziarie (#16) | | Differenze | |
|----------------|------------------|---------|-----------------------|---------|------------|-----------|
| | media | mediana | media | mediana | media | mediana |
| Ore totali | 132.396 | 111.752 | 78.297 | 44.743 | 50.099*** | 67.099*** |
| Ore pro capite | 33.0 | 39.0 | 18.0 | 14.0 | 15.0*** | 15.0*** |

Tabella 17 - Formazione dei dipendenti. Il campione esaminato è distinto tra società finanziarie e non finanziarie. *Ore totali* è il totale delle ore di formazione erogate nel 2018. *Ore pro capite* è il totale delle ore per dipendente. ***, **, e * indicano la significatività a 1%, 5% e 10%, rispettivamente, del t-test per le differenze in media (t-test) e mediana (Wilcoxon-Mann-Whitney test) tra i due gruppi del panel.

Le società finanziarie hanno erogato un numero di ore significativamente più elevato sia in media sia in mediana rispetto alle altre società. 33 ore pro-capite rispetto alle 18 sono di sicuro un *gap* spiegabile con le maggiori richieste in capo alle società finanziarie di contenuti formativi a seguito di innovazioni legislative e regolamentari che hanno investito il settore negli ultimi anni. Oltre il 90%

⁸ La ISO 9001 è una normativa internazionale per i Sistemi di Gestione per la Qualità (SGQ), pubblicata dall'International Organization for Standardization, nel 2015. Tali linee guida definiscono i requisiti per la realizzazione, all'interno delle organizzazioni di un sistema di gestione della qualità, al fine di guidare i processi aziendali, migliorare l'efficacia e l'efficienza e nella realizzazione del prodotto e nell'erogazione del servizio, ottenere ed incrementare la soddisfazione del cliente. In particolare, il cliente e la sua soddisfazione sono al centro della ISO 9001; ogni attività, applicazione e monitoraggio delle attività e dei processi è infatti volta a determinare il massimo soddisfacimento dell'utilizzatore finale.

⁹ La norma ISO 45001 "Occupational health and safety management systems - Requirements with guidance for use" è una norma internazionale che specifica i requisiti per un sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro per consentire alle organizzazioni di fornire posti di lavoro sicuri e salubri prevenendo infortuni sul lavoro e problemi di salute, nonché migliorando SSL in modo proattivo.

¹⁰ Il *whistleblowing* è uno strumento attraverso il quale i dipendenti di un'organizzazione, pubblica o privata, possono segnalare a specifici individui o organismi qualunque condotta irregolare abbiano potuto notare all'interno della società stessa. Tale misura ha l'obiettivo, in primo luogo, di individuare e contrastare possibili illeciti e inoltre di diffondere la cultura dell'etica e della legalità all'interno delle organizzazioni, a creare un clima di trasparenza e un senso di partecipazione e appartenenza, grazie al superamento del timore dei dipendenti di subire ritorsioni da parte degli organi sociali o dei colleghi, oppure dal rischio di vedere inascoltata la propria segnalazione.

dei dipendenti delle società finanziarie è stato coinvolto in un evento formativo, contro l'85% della media delle società non finanziarie.

Se si indaga sulle ore di formazione dedicate nello specifico alla CSR, 8 società non finanziarie dichiarano di aver erogato 31mila ore (circa 3 pro-capite) mentre nessuna delle società finanziarie dichiara corsi specifici sulla CSR.

18 società su 20 adottano forme di flessibilità lavorativa e 19 su 20 prevedono iniziative di welfare aziendale a favore dei dipendenti. Il clima interno è monitorato da 10 società su 20, in modo da indagare la soddisfazione dei dipendenti circa l'ambiente di lavoro.

Le donne che ricoprono ruoli manageriali sono poche, più numerose nelle società non finanziarie (15% sul totale dei manager) che nelle società finanziarie (12%). Tali percentuali salgono di molto se il ruolo è di impiegato (32% donne per le società non finanziarie e 40% donne per quelle finanziarie).

Le percentuali di dimissioni, rassegnate nel corso dell'anno 2018 dai *manager* e dagli *impiegati* sono piuttosto ridotte (5% in media tra tutte le società), mentre tale valore sale se si esaminano e gli *operai* (7%).

Le attività che vengono sviluppate a favore della comunità locale sono varie, come riassunto in tabella 18.

| | Tutte | Finanziarie | Non finanziarie |
|--|-------|-------------|-----------------|
| Consultazione stakeholder su iniziative di carattere strategico (nuove sedi, delocalizzazioni, ecc.) | 5 | 0 | 5 |
| Politiche di pricing dedicate a categorie svantaggiate (es, migranti, pensionati, disabili, ecc.) | 3 | 1 | 2 |
| Elargizioni liberali verso organizzazioni non profit | 18 | 4 | 14 |
| Sponsorizzazione eventi culturali- sportivi-sociali | 18 | 4 | 14 |
| Progetti di alternanza scuola-lavoro | 13 | 1 | 12 |
| Formazione nelle scuole su temi di business o sociali | 11 | 1 | 10 |
| Partnership progettuali di durata pluriennale con ONP del territorio | 8 | 4 | 4 |
| Iniziative di volontariato aziendale | 7 | 1 | 6 |
| Interventi di progettazione e realizzazione di infrastrutture a beneficio delle comunità locali | 1 | 0 | 0 |
| Nessuna delle precedenti | 1 | 0 | 0 |

Tabella 18 - Iniziative a favore delle comunità locali.

Le modalità più utilizzate e ripetitive sono senz'altro le elargizioni liberali verso le non profit (18 su 20) operanti sul territorio così come le sponsorizzazioni di eventi (18 su 20). Altre modalità rilevanti riguardano progetti scolastici, come l'alternanza scuola – lavoro (13 su 20) e interventi formativi specifici (11 su 20). Il quadro che si evince dalla tabella 18 è di grande dinamismo delle società verso iniziative a favore delle comunità dove l'azienda opera e, oltre alle azioni "tradizionali" quali sponsorizzazioni e donazioni, il panel esaminato testimonia il fatto che la visione della piccola-media impresa italiana circa il suo ruolo nel territorio si stia evolvendo. Il 25% delle società rispondenti afferma infatti di compiere azioni di consultazione degli stakeholder per prendere decisioni di carattere strategico come delocalizzazioni o modifica delle sedi di lavoro, il 15% dichiara di attuare politiche di pricing speciali per categorie svantaggiate e una delle società riporta inoltre la realizzazione di interventi diretti di progettazione e costruzione di infrastrutture a beneficio delle comunità locali e il relativo supporto di programmi sociali. 13 società su 20 dichiarano di aver ricevuto un'ispezione da parte delle autorità preposte al controllo nei tre anni scorsi. Le ispezioni sono state complessivamente 40 per le società non finanziarie e 1 per quelle finanziarie. A fronte di 40 ispezioni, le sanzioni sono state 8 per le società industriali. L'unica ispezione ricevuta dalle società finanziarie ha comportato una sanzione amministrativa.

Nel complesso, le società oggetto di indagine hanno fornito un quadro molto preciso dell'impegno e delle attività profuse con riguardo alla dimensione sociale della sostenibilità. I numerosi sforzi erogati in questo campo possono essere vanificati, in sede di valutazione di *rating* non finanziari da parte delle grandi agenzie, dalla carenza di pubblicizzazione delle *policy* implementate. D'altro canto alcuni di questi indicatori, come l'analisi dei contatti con le comunità locali o il radicamento territoriale delle aziende, potrebbero maggiormente essere valorizzati da modelli di *rating* che incorporino meglio questi fattori nell'analisi complessiva.

La governance societaria (G)

(Analisi delle risposte alle domande da 51 a 62 del questionario)

La composizione del consiglio di amministrazione delle società in esame è indagata sotto tre principali aspetti: la numerosità; la presenza di amministratori indipendenti; la presenza di donne nel *board*. La tabella successiva descrive le tre statistiche, suddividendo, al solito, le società finanziarie dalle altre.

| | Finanziarie (#4) | | Non finanziarie (#16) | | Differenze | |
|--------------|------------------|---------|-----------------------|---------|------------|---------|
| | media | mediana | media | mediana | media | mediana |
| Numero | 13.50 | 14.0 | 11.38 | 12.0 | 2.12*** | 2.0*** |
| Indipendenti | 8.25 | 8.0 | 5.56 | 6.0 | 2.69*** | 2.0*** |
| Donne | 5.00 | 5.00 | 3.88 | 4.0 | 1.12*** | 1.0*** |

Tabella 19 - Composizione del Consiglio di Amministrazione. Il campione esaminato è distinto tra società finanziarie e non finanziarie. *Numero* è il totale dei membri del consiglio di amministrazione. *Indipendenti* rappresenta il numero degli amministratori

indipendenti. *Donne* è il numero delle donne nel consiglio di amministrazione. ***, **, e * indicano la significatività a 1%, 5% e 10%, rispettivamente, del t-test per le differenze in media (t-test) e mediana (Wilcoxon-Mann-Whitney test) tra i due gruppi del panel.

Le società finanziarie, di dimensione maggiore, hanno anche *board* più numerosi e con maggiore presenza di amministratori indipendenti rispetto alla numerosità dei componenti del consiglio (in media, 60% rispetto a 48,56%). Le donne sono rappresentative, in media, di circa un terzo dei *board member* sia per le finanziarie sia per le non finanziarie. 19 società su 20 dichiarano di adottare un registro per le presenze in Consiglio d'Amministrazione.

Tutte le società adottano meccanismi di remunerazione del management basati su performance e incentivi per la parte variabile della retribuzione. Tuttavia, è interessante notare come 8 società su 20 dichiarino di utilizzare anche le performance ESG come criterio di remunerazione del *management* e, di queste 8, solo una è una società finanziaria. Le società non finanziarie, quindi, iniziano a considerare nei loro meccanismi di allineamento degli incentivi anche la sostenibilità attraverso le metriche ESG.

Per 15 società su 20 non sono previste iniziative di facilitazione del voto azionario (via internet o telefono).

La grande maggioranza (17 su 20) delle società del campione redige la dichiarazione non finanziaria (DNF ex d. lgs. 254/2016) e due redigono il bilancio sociale su base volontaria.

Governance delle tematiche ESG: figure professionali e funzioni manageriali

(Analisi delle risposte alle domande 51-54-55-56-59 del questionario)

In 14 società su 20 esiste un comitato interno al CDA con delega alla sostenibilità; nello specifico, in 4 casi il comitato è dedicato alla Sostenibilità, mentre nelle restanti 10 società la delega alla sostenibilità è affidata a comitati esistenti (Comitato Rischi, Comitato Nomine e Remunerazione, ecc.)

Dal panel analizzato emerge che 12 aziende gestiscono la sostenibilità in ottica strategica: 6 hanno un piano strategico specifico sulla sostenibilità mentre 6 hanno integrato tale tema nel piano industriale.

Circa le figure professionali collegabili direttamente alla sostenibilità, 6 società dichiarano di non avere una funzione dedicata al presidio del tema, mentre nelle altre società la figura prevalente è il sustainability manager, presente in 12 casi. Si rileva che spesso il presidio della sostenibilità è affidato a più di una figura competente su specifiche tematiche, come rappresentato nella tabella qui di seguito.

| | Energy manager | Welfare manager | Sustainability manager | Diversity manager |
|----|----------------|-----------------|------------------------|-------------------|
| 1 | | | x | |
| 2 | x | x | x | |
| 3 | x | | x | |
| 4 | | | x | |
| 5 | x | x | x | |
| 6 | | x | x | x |
| 7 | x | x | x | |
| 8 | x | | x | |
| 9 | | | x | |
| 10 | X | x | | |
| 11 | X | x | x | x |
| 12 | X | | x | |
| 13 | X | x | | |
| 14 | X | x | x | |
| 15 | | | | |
| 16 | | | | |
| 17 | | | | |
| 18 | | | | |
| 19 | | | | |
| 20 | | | | |

Tabella 20 - Figure manageriali di sostenibilità

Per quanto riguarda la presenza di funzioni/*unit* interne preposte all'innovazione con finalità sociale o ambientale, la rilevazione mostra come in 5 casi esistano queste funzioni e siano per lo più votate al *packaging* sostenibile e allo sviluppo di processi di economia circolare ed *eco-design*. Gli altri 15 rispondenti non hanno indicato la presenza di queste funzioni.

Inoltre, solo 3 delle aziende analizzate (15%) dichiarano di aderire al Global Compact¹¹.

Pur avendo un presidio della sostenibilità più elevato rispetto alle comparabile non quotate, da un campione come quello esaminato, composto interamente da aziende quotate, alcune delle quali nel segmento STAR, dunque impegnate a rispettare requisiti di eccellenza in termini di trasparenza, flottante e corporate governance, ci si sarebbe aspettati un livello di strutturazione più alto, prossimo alla totalità. Infatti, la presenza di una o più funzioni interne a presidio della sostenibilità

¹¹ L'United Nations Global Compact è un'iniziativa volontaria nata per incoraggiare le aziende di tutto il mondo ad adottare politiche sostenibili, a sviluppare la propria responsabilità sociale d'impresa e a rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese. Si inserisce in un framework composto da dieci principi nelle aree dei diritti umani, lavoro, sostenibilità ambientale e anti-corrruzione.

(sustainability, energy, diversity, welfare manager...), la definizione di un comitato endoconsiliare e la formalizzazione di una strategia di sostenibilità, ancor meglio se integrata nel piano industriale, sono elementi ormai ampiamente diffusi, che segnalano quanto attentamente l'azienda gestisca il tema della sostenibilità e quanto l'abbia interiorizzato e integrato con il business. Al contrario, all'interno del campione esaminato, solo il 60% delle aziende ha predisposto all'interno dell'organigramma una figura a cui facciano riferimento tutte le tematiche di sostenibilità, solo il 30% ha integrato il piano di sostenibilità all'interno del piano industriale, a dimostrazione dell'inseparabilità delle due tematiche, e solo il 25% dimostra di interpretare tali tematiche come opportunità reali di sviluppo, mediante una unit interna preposta all'innovazione con finalità sociale e/o ambientale.

La simulazione di rating

Introduzione

Nonostante si adoperino per essere sostenibili, le imprese a più bassa capitalizzazione hanno difficoltà a posizionarsi adeguatamente nei rating perché:

1. Spesso, a causa della strutturazione del processo e delle modalità di coinvolgimento dell'ente valutato, non è identificata una figura specifica in grado di curare il rapporto e di portare avanti il dialogo con le agenzie di rating non finanziario, sebbene nella maggior parte dei casi nelle aziende oggetto di analisi siano presenti figure dedicate alla sostenibilità;
2. la metodologia di rating prevede un approccio formalistico sulla documentazione che penalizza le piccole e medie imprese;
3. i processi di assegnazione di *rating* standardizzati non tengono conto delle particolarità che caratterizzano la piccola e media impresa in termini di rapporti col territorio e dipendenti e di organizzazione del governo societario.

Quanto al primo punto, sebbene in media nelle società analizzate, come detto, siano presenti figure specifiche, dedicate ai temi della sostenibilità, non sempre queste figure sono coinvolte nel processo di analisi ESG, sia per rigidità strutturali dei processi sviluppati dai rating provider, sia per criticità nei processi interni di segnalazione e corretta destinazione delle richieste provenienti dagli operatori. Basti pensare che anche le risposte al questionario somministrato in occasione della presente survey sono state fornite in 9 casi su 20 (45%) da persona diversa rispetto al responsabile CSR, anche quando presente (in particolare in 3 casi).

Considerando che il campione è costituito da imprese quotate al MTA, di cui 9 al segmento ad alti requisiti, questo dato potrebbe solo peggiorare qualora si analizzassero le imprese di dimensione minore.

Il secondo punto è, in parte, conseguenza del primo. Si può infatti ipotizzare che la comunicazione non efficace con gli ESG provider porti le aziende a non comprendere i parametri in base ai quali sono valutate e a sottovalutare l'esigenza di rendere pubbliche *policy* riguardanti l'ambiente o i diritti dei lavoratori. Pertanto, in assenza di documenti pubblici, possono essere penalizzate società che nella sostanza si adoperano molto per la sostenibilità del *business*.

L'ultima questione è la più delicata, perché investe le agenzie di rating non finanziario e la loro metodologia di assegnazione dei punteggi. L'adozione di metriche standardizzate, infatti, risulta non coprire adeguatamente alcune caratteristiche della piccola e media impresa su due fronti in particolare: la dimensione sociale e la *governance*. Sul primo punto, infatti, le metodologie standard dovrebbero essere arricchite di alcuni parametri che tengano conto del particolare rapporto di queste imprese col territorio e con le comunità di riferimento. Sul tema della *governance* è evidente che, essendo le imprese medio - piccole ad azionariato concentrato, il confronto con la grande

impresa può essere penalizzante, soprattutto se si considerano società, come quelle quotate all'*Alternative Investment Market* (AIM), che non hanno obblighi di adesione a codici di autodisciplina.

Sul primo punto, non possiamo che prender atto di quello che c'è.

Sugli altri due, l'esame delle società del campione in relazione al loro posizionamento ESG può dar luogo a un esercizio di simulazione che prevede due passaggi:

1. quale sarebbe stato l'impatto in termini di *score* ESG se le società esaminate, *ceteris paribus*, avessero reso disponibili tutti i documenti rilevanti?
2. quali sarebbero gli elementi da utilizzare per calibrare meglio lo *score* sulla S e sulla G?

Questo primo report che proponiamo è limitato quanto a numero di rispondenti (20) e *self – selection bias*, dato che, tra le aziende contattate, quelle che si sono dimostrate interessate ad aderire al progetto di ricerca sono le società più grandi e, probabilmente, meglio strutturate sul lato *sustainability*. Tuttavia, crediamo che alcune indicazioni si possano trarre già da questo primo studio, proprio perché riguarda alcune tra le società di capitalizzazione piccola e media per le quali ci si attenderebbe un buon posizionamento ESG ma tale aspettativa, nello specifico, non è sempre soddisfatta.

Simulazione di rating: disponibilità dei documenti formali

Qualora mancassero le evidenze documentali che rendono valorizzabile le *key issue* in termini di gestione del rischio e opportunità, le agenzie di rating non sarebbero in grado di attribuire un punteggio e questo spesso determina dei valori pari a zero. Esaminando le società del nostro campione, si è evidenziato come alcune di esse non effettuino una *disclosure* pubblica delle *policy* che riguardano l'ambiente e la dimensione sociale (si veda il paragrafo 6 in proposito). Infatti, 8 delle società in questione hanno un rating ESG e ricadono tra quelle che non hanno reso pubbliche le loro *policy* sociali e ambientali. Senza entrare nel merito delle modalità di calcolo dei rating provider, ci siamo chiesti cosa accadrebbe ai punteggi medi qualora le società usassero il semplice accorgimento di rendere pubblici i documenti formali. Nel fare questo esercizio di simulazione, abbiamo sostituito, laddove possibile, i valori medi del settore di riferimento della singola impresa priva di documenti pubblici, allo zero attribuito a causa della carenza documentale.

Effettuando questa semplice sostituzione, i valori medi del campione salirebbero del 5,6%.

Le non finanziarie si confermerebbero nella stessa classe di rating, ma avrebbero una posizione più solida mentre per le società finanziarie si avrebbe un upgrade di un *notch*, dalla BB alla classe BBB. Ovviamente questa simulazione è da intendersi come un mero esercizio, volto a quantificare, in maniera del tutto arbitraria, l'assenza di documenti formali su ambiente e società. Se società come quelle da noi analizzate non riportano, in 8 casi sul totale di quelle dotate di rating (16), *policy* ufficiali online, pur trattandosi di società rilevanti come dimensione e, in molti casi, evolute quanto

a sistemi di *governance*, è molto probabile che un'estensione dell'analisi empirica a società più tipiche del panorama PMI possa rendere questo *spread* ancora più significativo.

Simulazione di rating: l'ipotesi di un *Social Premium*

Come anticipato in precedenza è possibile che le caratteristiche della piccola e media impresa non siano recepite completamente dalle metriche standardizzate e progettate per un modello d'impresa più grande attualmente utilizzate per le valutazioni ESG. È dunque ipotizzabile, per tali aziende, un *social premium* in materia di ESG. Una piccola impresa diventa, infatti, un punto di riferimento per la comunità entro la quale si inserisce, per il benessere economico che genera direttamente (ad es. occupazione, tasse locali) e indirettamente (ad es. utilizzo di fornitori locali) e per il ruolo che spesso ricopre a vario titolo nel sostenere attività di volontariato, formazione scolastica e sviluppo della comunità, come si è descritto in tab. 18. Tuttavia, le attività di rating non finanziario spesso non colgono in modo completo questa dimensione, lasciando molta ambiguità nella definizione della dimensione sociale dello *score* ESG. Infatti, mentre per quanto riguarda i punteggi attribuiti dalle varie agenzie sulla dimensione ambientale si trova una certa coerenza, quando si passa alla valutazione dell'aspetto sociale prevale una eterogeneità nelle definizioni che, spesso, genera ambiguità.

Col questionario, abbiamo pensato di individuare alcune variabili che consentano di colmare questo *gap*: alcune riguardano direttamente il rapporto impresa – comunità locale; altre riguardano il rapporto con i lavoratori.

Del primo gruppo di variabili, fanno parte quelle che individuano quanto l'impresa sia radicata nel territorio e contribuisca al suo sviluppo economico: sede della società e fornitori locali (domanda 4); politiche di M&A (domande da 5 a 8); delocalizzazione produttiva (domande 10 e 11); iniziative sviluppate a favore della comunità locale (domanda 47).

Il rapporto coi lavoratori, invece, è indagato non solo in base alla sua dimensione quantitativa (ore di formazione, remunerazione) ma anche alla qualità delle relazioni: policy di crescita interna (domanda 8); flessibilità lavorativa (domanda 41); iniziative di *welfare* aziendale (domanda 43).

Molti rating provider considerano alcune di queste tematiche, però i dati vengono interpretati secondo gli schemi della grande impresa: ad esempio, nell'indagare la qualità della relazione impresa – lavoratori, le piccole e medie imprese spesso non hanno iniziative di monitoraggio della soddisfazione dei dipendenti. Questo aspetto sarebbe indicativo di elevato rischio di turnover, se lo riferissimo a grandi imprese; se lo riferiamo alle piccole e medie, invece, le esigenze di misurazione formale del livello di soddisfazione dei dipendenti sono notevolmente ridimensionate.

In sintesi, se una società, pur potendo avvantaggiarsi di benefici derivanti dalla delocalizzazione (produttiva o fiscale) della propria attività economica, rimane operante nel territorio e lavora con fornitori locali, favorendo un clima aziendale di sviluppo delle risorse interne e aiutando la conciliazione vita – lavoro, dovrebbe ottenere, a parità di condizioni, un premio aggiuntivo all'indicatore ESG elaborato secondo le metriche standardizzate.

La quantificazione di un premio su questo aspetto è assolutamente esercizio arbitrario e indicativo. Partendo, infatti, dalle risposte fornite dalle 20 società esaminate ai quesiti evidenziati in

precedenza, possiamo rilevare un punteggio e cercare di integrarlo nello *score* adottato dalle agenzie di rating. Prendendo ad esempio la costruzione di un indice ESG come quello presentato in figura 6, abbiamo 3 pillar composti da 10 diverse aree tematiche. Immaginiamo che il punteggio complessivo sia ripartito in modo omogeneo tra i tre pillar, quindi ciascuno dovrebbe contare 1/3 del totale. Il pillar S è composto da 4 diverse aree tematiche, secondo la figura 6, che dovrebbero rappresentare circa l'8,25% del totale del punteggio ESG (33% diviso per 4). Senza ripesare le aree precedenti, abbiamo ipotizzato di aggiungere un *premium* alla componente S basato sui fattori più specifici legati alla relazione comunità – impresa e alla qualità del rapporto lavoratore – impresa peculiare per le PMI.

In particolare, l'ipotesi di *social premium* prevede questa gradazione:

| <i>Key Issues</i> | <i>Premio</i> |
|---|---------------|
| Fornitori locali | 1,5% |
| Politiche di integrazione in caso M&A | 1,0% |
| Assenza di delocalizzazione produttiva | 1,25% |
| Iniziative a favore della comunità locale | 1,5% |
| Politiche di crescita interna del personale | 1,0% |
| Flessibilità lavorativa | 1,0% |
| Iniziative di welfare aziendale | 1,0% |
| Totale | 8,25% |

Tabella 21 - Ipotesi di social premium

Ciascuno di questi premi aggiuntivi è proporzionato all'*effort* che si desume dai questionari: ad esempio, le iniziative a favore della comunità locale sono state multiple e ogni società del nostro questionario ne ha dichiarate da un minimo di 0 a un massimo di 7. Pertanto, il punteggio 1,5% è stato attribuito alle società che hanno messo in atto 7 iniziative e, man mano, ponderato in base al numero specifico di iniziative poste in essere dalla società.

Lavorando in questo modo, lo *score* S medio sale con un incremento medio del 5,7%.

Simulazione di rating: l'ipotesi congiunta

Considerando congiuntamente le due ipotesi, con tutte le limitazioni del caso già chiarite in precedenza, possiamo quantificare in 5,6% il valore della mancata pubblicazione di *policy* ambientali e sociali a danno delle piccole e medie imprese nella valutazione di *rating* ESG e in 5,7% la corretta calibratura di un premio aggiuntivo per le piccole e medie imprese sulla dimensione sociale.

La valutazione corretta secondo le nostre ipotesi varrebbe, dunque, un incremento di punteggio pari a 11,3% in media.

La dimensione relativa alla *governance* sarà oggetto di approfondimento successivo, con un campione più ampio, data la particolarità del tema e la presenza, in questo primo report, di imprese auto-selezionate positivamente proprio rispetto alla tematica della *governance*.

Conclusioni

La sostenibilità in finanza è un concetto che attira sempre più investitori: secondo l'ultimo rapporto della Global Sustainable Investment Alliance, l'asset under management (AuM) complessivo delle strategie di investimento sostenibili ammonta a più di \$30tr., ovvero quasi un terzo del risparmio globale¹². La maggior parte di queste strategie si avvale di rating non finanziari per elaborare sistemi di esclusione di attività controverse, di inclusione per gli emittenti giudicati migliori in termini di sostenibilità e, in generale, di integrazione complessiva delle valutazioni non finanziarie nell'insieme delle tradizionali informazioni finanziarie disponibili.

I rating ESG diventano, dunque, l'ingrediente fondamentale che orienta i capitali verso le imprese giudicate maggiormente rispettose dell'ambiente, dei diritti dei lavoratori e delle comunità in cui operano e dei sani principi di *governance* societaria. Questi rating sono assegnati in prevalenza a imprese quotate di grande capitalizzazione, più note agli investitori e più seguite dagli analisti finanziari. Tuttavia, gli investitori che adottano strategie ESG volgono il loro interesse anche a imprese di capitalizzazione medio – piccola, considerandone l'inclusione in portafogli di investimento che rispettino i criteri di sostenibilità. L'adozione di rating ESG per la piccola – media impresa è, dunque, un processo da un lato auspicabile e dall'altro ineluttabile: esso espande l'universo investibile per la realizzazione di strategie di finanza sostenibile, integrando un segmento di mercato popolato da società interessanti sia per l'aspetto economico che per la loro dimensione sociale e ambientale; dall'altro, l'espansione così impetuosa della finanza sostenibile rende inevitabile dotare più emittenti possibili di rating non finanziari.

Questa espansione è ancora in divenire e, pertanto, presenta alcune criticità da affrontare in modo da calibrare in maniera corretta il giudizio sulla sostenibilità delle imprese medium – small cap. Infatti, l'estensione alle piccole e medie imprese dei criteri standard che le varie agenzie di rating non finanziario adottano per le grandi corporation può risultare fuorviante per diverse ragioni:

- 1) le società più piccole non sempre sono dotate di funzioni specifiche in tema di sostenibilità;
- 2) l'adozione di linee guida o di policy specifiche su temi ambientali o sociali non è sempre resa pubblica;
- 3) la materialità di alcune tematiche, soprattutto relative alla dimensione società e lavoro, richiede un approccio specifico.

Lo studio nasce, dunque, con un duplice obiettivo: evidenziare alle piccole e medie imprese i gap informativi e organizzativi che contribuiscono a valutazioni distorte in termini di sostenibilità e coinvolgere le agenzie di rating in una riflessione più approfondita sui criteri da adottare quando si valuta la sostenibilità di piccole e medie imprese. Lo strumento del questionario è stato considerato il più idoneo a indagare non soltanto gli aspetti economico – finanziari ma anche le relazioni tra la società, la comunità e i lavoratori. Una serie di interviste ha preceduto la realizzazione del

¹² http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf

questionario, al fine di indagare quanto le società fossero sensibili al tema della sostenibilità e dei rating ESG e quale fosse il loro grado di coinvolgimento nel processo di attribuzione del rating. Proprio su quest'ultimo punto i responsabili delle società intervistate lamentano quasi tutti difficoltà di interazione con l'agenzia di rating e scarsa trasparenza nelle modalità di quantificazione dei punteggi, ritenuti spesso non coerenti con quanto l'impresa fa in termini di sostenibilità. D'altro canto, le interviste hanno anche fatto emergere alcune mancanze, in termini formali e strutturali, delle piccole e medie imprese che non presidiano adeguatamente il processo di valutazione e non dispongono di policy formali e pubbliche, le uniche prese in considerazione dalle grandi agenzie di rating.

Il questionario prende forma alla luce delle criticità emerse dalle interviste e cerca di inquadrare le società rispondenti in modo da:

- * Evidenziare, nella sezione anagrafica, anche il business model e la fase specifica che la società attraversa;
- * Indagare la performance dell'azienda nel tempo, raccogliendo dati dinamici su alcuni rilevanti parametri;
- * Lasciare spazio alla società per esprimere le proprie specificità (es: possibilità di indicare e commentare la non materialità di alcuni temi, la presenza di risposte aperte);
- * Indagare maggiormente il tema Social, dove le società più piccole sono spesso più attive ed efficaci. Il nostro questionario aggiunge infatti sette fattori che puntano a far emergere il contributo della società in termini di rapporto con il territorio e con i lavoratori.

Al questionario, inviato a 36 società con *market cap* tra €250m e €4bn, hanno risposto in 20. I risultati che ha prodotto sono molto interessanti perché ci hanno consentito di fornire un "peso" del mancato presidio interno dei temi ESG e un "premio" aggiuntivo che le agenzie dovrebbero considerare circa la dimensione Social delle piccole e medie imprese quotate. Ovviamente le simulazioni risentono di numerose limitazioni: il campione è molto piccolo e auto-selezionato positivamente; i criteri di attribuzione di pesi e punteggi sono stati determinati secondo scelte arbitrarie. Tuttavia, l'esercizio serve a rendere visibile la distorsione che potrebbe danneggiare la piccola e media impresa in tema di valutazione ESG. Da questo punto di vista, il questionario potrebbe svolgere diverse funzioni:

- Fungere da linee guida "*Best Practice*" per le aziende, che possono utilizzarne i quesiti come check-list per individuare aree non adeguatamente presidiate o valorizzate (es. inadeguatezza della struttura organizzativa, esistenza di policy aziendali non fruibili pubblicamente);
- Fornire a tutti gli stakeholder, se reso pubblico, una rappresentazione del gruppo in tema di aspetti ESG sintetica ma non troppo rigida (anche grazie alle domande aperte e alle domande di inquadramento del modello di business), utile in particolare per tutte le aziende che non abbiano un rating ESG;

- Suggestire correttivi alle società di rating nel processo di valutazione ESG delle SMEs, quali per esempio la formulazione di questionari più flessibili che consentano alle aziende di chiarire meglio le peculiarità del loro modello di business, una maggiore attenzione alla componente Social, generalmente molto rilevante per le SMEs, o la necessità di sviluppare un canale di dialogo diretto con una persona di riferimento all'interno dell'azienda - sia in fase di raccolta delle informazioni sia in fase di restituzione di feedback circa il posizionamento ESG della società oggetto di analisi.

Lo sviluppo di questo studio, quindi, è imprescindibilmente legato all'espansione dell'analisi a società di capitalizzazione ancora più piccola, per le quali si presume che l'effetto distorsivo sia ancora più rilevante rispetto a quanto analizzato finora. Infatti, per avere maggiore robustezza statistica è indispensabile poter analizzare un campione di società più elevato, anche se non ancora dotate di rating ESG.

Allegato

Questionario di rilevazione ESG

Quanto è sostenibile la tua azienda?

Questionario di rilevazione ESG

La valutazione della capacità dell'azienda di creare valore e di ridurre l'esposizione ai rischi deve tenere conto non solo degli indicatori economico-finanziari ma anche delle performance ESG (Environment, Society, Governance).

D'altra parte, molte aziende incontrano difficoltà nel tentativo di orientarsi nel mondo della sostenibilità, che fa riferimento a criteri di valutazione standardizzati e requirement non sempre chiari e accessibili.

Il seguente questionario si pone dunque un duplice obiettivo. Da un lato, intende guidare l'azienda nella valorizzazione dei suoi punti di forza in termini di performance ESG, indagando i principali temi di sostenibilità e, dall'altro, mira a modellare tali aspetti sulle esigenze e caratteristiche di aziende a capitalizzazione medio/bassa che operano nel panorama italiano.

I dati raccolti saranno trattati in maniera confidenziale e non saranno in alcun modo diffusi, al di fuori dei termini concordati. Inoltre, al termine della raccolta dati, sarà nostra cura farvi avere un report, che potrà essere eventualmente utilizzato con finalità di comunicazione o disclosure.

Grazie per la preziosa collaborazione!

Il team di ricerca

New Day srl

Profilo Aziendale

In questa sezione vengono richieste informazioni generali circa il gruppo, con l'obiettivo di inquadrare l'azienda nel suo complesso per interpretare al meglio le risposte agli item delle sezioni successive, in un'ottica di attenzione alle specificità delle singole aziende e minor standardizzazione metodologica.

In ogni sezione, sarà inoltre prevista la possibilità, per il rispondente, di inserire eventuali commenti sulle domande o precisazioni alle risposte.

- a) Anagrafica azienda (*domande 1-4*):
 - settore di riferimento
 - eventuale segmento borsistico di appartenenza
 - ruolo del rispondente
 - paese sede legale e operativa
 - fatturato
 - numero di dipendenti
 - percentuale acquisti locali su totale degli acquisti
- b) Acquisizioni ed eventuali policy di integrazione dei nuovi business (*domande 5-7*)
- c) Eventuali politiche di promozione/acquisizione del management (*domanda 8*)
- d) Eventuali operazioni straordinarie sul personale (*domanda 9*)
- e) Eventuali delocalizzazioni produttive e relative motivazioni (*domande 10-11*)
- f) Investimenti finanziari sostenibili ed eventuali policy (*domande 12-13*)
- g) Adozione del modello organizzativo gestionale D.Lgs 231/01 e struttura dell'azionariato (*domande 14-16*)

Environment

a) Presidio, in termini di esistenza di policy per la riduzione degli impatti, di una forma di monitoraggio di tali impatti, di un report consuntivo sull'andamento e andamento del trend del monitoraggio effettuato, dei seguenti aspetti ambientali:

- Consumi idrici
- Consumi energetici
- Emissioni gas serra
- Consumo di materie prime
- Produzione di rifiuti

N.B. la domanda include linee guida per il calcolo dei parametri e il relativo trend (*domande 17-19*)

- b) Certificazioni ambientali e standard di riferimento utilizzati per il monitoraggio degli impatti ambientali (*domande 20-21*)
- c) Gestione delle emissioni (*domanda 22*)
- d) Criteri di sostenibilità ambientale per la selezione dei fornitori, eventuali policy o procedure e audit lungo la catena di fornitura (*domande 23-27*)

Social

- a) Presidio, in termini di esistenza di policy per la riduzione degli impatti, di una forma di monitoraggio di tali impatti, di un report consuntivo sull'andamento e andamento del trend del monitoraggio effettuato, dei seguenti aspetti sociali:
- Rispetto dei diritti umani
 - Salute e sicurezza sui luoghi di lavoro
 - Contrasto alla corruzione
 - Trasparenza e correttezza delle informazioni (marketing responsabile, etichettatura di prodotto)
 - Qualità del prodotto/servizio

N.B. la domanda include linee guida per il calcolo dei parametri e il relativo trend
(domande 28-30)

- b) Certificazioni ambientali, procedura in materia di whistleblowing e standard di riferimento utilizzati per il monitoraggio degli impatti sociali (domande 31-33)
- c) Criteri di sostenibilità sociale per la selezione dei fornitori, eventuali policy o procedure e audit lungo la catena di fornitura (domande 34-37)
- d) Formazione non obbligatoria del personale: policy, procedure e dati consuntivi (domande 38-40)
- e) Flessibilità lavorativa, welfare aziendale e indagini di clima periodiche per valutare la soddisfazione dei dipendenti (domande 41-43)
- f) Rapporto retribuzione massima/minima (domanda 44)
- g) Percentuale di donne per qualifica professionale (domanda 45)
- h) Percentuale dipendenti dimissionari (domanda 46)
- i) Eventuali attività a favore delle comunità locali (domanda 47)
- j) Ispezioni di organi di vigilanza preposti ed eventuali sanzioni ricevute (domande 48-50)

Governance

- a) Composizione del CdA in termini di *(domanda 51)*:
- Numero totale membri
 - Percentuale di donne
 - Percentuale di amministratori indipendenti
 - Separazione cariche AD e Presidente
 - Presenza di comitati interni con delega alla sostenibilità
 - Presenza comitato specifico sulla sostenibilità
 - Presenza membri con competenze specifiche in sostenibilità
 - Registro presenze assemblee
- b) Incentivi e/o remunerazione del management in parte basata su performance e/o performance ESG *(domande 52 e 57)*
- c) Iniziative per la facilitazione del voto azionario *(domanda 53)*
- d) Esistenza di un piano strategico di sostenibilità *(domanda 54)*
- e) Figure professionali, all'interno della struttura organizzativa, per il presidio dei temi della sostenibilità *(domande 55)*
- f) Global Compact signatory *(domanda 56)*
- g) Rendicontazione non finanziaria *(domanda 58)*
- h) Eventuali dipartimenti ambientali preposti all'innovazione con finalità ambientale e/o sociale *(domanda 59)*
- i) Eventuali controversie *(domande 60-62)*

copia cartacea consegnata il:

MATHEMA srl
l'amministratore unico

ReImagineYourLife
di Patrizia Latini
ReImagineYourLife
Patrizia Latini

Ringrazio la società NEW DAY per la gentile collaborazione.