



POLITECNICO  
MILANO 1863  
SCHOOL OF MANAGEMENT

 Intermonte

## Quaderni di ricerca Intermonte

---

Le strategie di comunicazione delle *mid & small cap*  
quotate su Borsa Italiana in ambito ESG:  
un'analisi di *benchmarking*



---

# Indice

	pagina
<b>Presentazione</b>	<b>3</b>
<b><i>Executive summary</i></b>	<b>5</b>
<b>1. La normativa sulla rendicontazione dei dati non finanziari</b>	<b>7</b>
□ Introduzione	7
□ Il Patto UN Global Compact (UNGC)	8
□ La Direttiva 2014/95/EU	9
□ L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile	11
□ Il Decreto Legge 254 del 30 dicembre 2016	12
□ La consultazione sulla revisione della Direttiva 2014/95/EU	13
□ L'European Action Plan 2018, il Green Deal e il Recovery Plan	14
□ Le prossime tappe	15
<b>2. La relazione fra <i>disclosure</i> dei dati ESG e valore d'impresa</b>	<b>19</b>
<b>3. L'indagine sui dati pubblicati dalle società quotate su Borsa Italiana</b>	<b>21</b>
□ Il campione delle aziende considerate e la metodologia	21
□ Dati statistici generali	21
□ Dati sulle variabili ESG	22
□ Le metriche Environmental (E)	28
□ Le metriche Social (S)	31
□ Le metriche Governance (G)	34
□ Le metriche sui Sustainable Development Goals (SDGs)	35
□ Un modello di comportamento per le aziende del campione	38
<b>4. I casi di studio</b>	<b>41</b>
□ Aquafil SpA	41
□ Lu-Ve SpA	44
□ SAES Getters SpA	49
□ Spunti di discussione finali	53
<b>Bibliografia</b>	<b>55</b>
<b>Il gruppo di ricerca</b>	<b>57</b>

---

---

# Presentazione

## Intermonte SIM

In qualità di primaria *investment bank* italiana indipendente, Intermonte SIM è lieta di proseguire la *partnership* con la School of Management del Politecnico di Milano, dedicata a sviluppare progetti di ricerca su tematiche inerenti il mercato azionario italiano.

In questa quinta edizione dei “Quaderni di ricerca Intermonte”, l’analisi del Politecnico di Milano si è concentrata sul tema della sostenibilità, con un *focus* particolare sulla rendicontazione non finanziaria delle *mid* e *small caps* italiane e sulla loro efficacia in ambito ESG.

Il tema della sostenibilità sta infatti monopolizzando l’attenzione dei mercati finanziari e il paradigma ESG (Environmental, Social, Governance) si sta velocemente affermando come il punto di riferimento delle strategie di investimento globali. Tale *trend* sta beneficiando anche della spinta sia delle autorità di mercato che dei legislatori in Europa e sta influenzando in maniera tangibile le strategie di medio-lungo termine delle aziende, sempre più orientate alla sostenibilità.

La ricerca del Politecnico di Milano parte da una esaustiva analisi del quadro normativo europeo, in continua evoluzione anche a seguito dei grandi sforzi messi in atto dai paesi per contrastare gli effetti negativi della pandemia. L’analisi si concentra poi sulle principali evidenze empiriche rispetto all’impatto positivo che la rendicontazione non finanziaria può portare alle società quotate, misurabile con diverse metriche che vanno dalla riduzione del costo del capitale alla migliore attrattività per investitori e *manager*.

L’analisi si concentra poi su un *panel* qualificato di *mid-small cap* non finanziarie italiane quotate e analizza la quantità e qualità di dati disponibili dalla rendicontazione non finanziaria in ottica ESG. L’obiettivo è quello di proporre un modello riassuntivo delle diverse strategie di comunicazione ESG in grado di identificare *cluster* diversi di aziende con un diverso grado di *commitment* e conseguente apprezzamento da tutti gli *stakeholders*.

Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i molti soggetti coinvolti (aziende, investitori privati e pubblici, gestori di risparmio, intermediari e legislatore) e siamo lieti che Intermonte, nel suo naturale ruolo di punto di riferimento sul mercato italiano, possa dare un contributo fattivo al dibattito, nell’auspicio che il mercato dei capitali per le PMI italiane diventi sempre più efficiente.

Un particolare ringraziamento va al Politecnico di Milano, con cui prosegue il proficuo rapporto di collaborazione iniziato nel 2016.

Cordialmente

Guglielmo Manetti

Amministratore Delegato Intermonte SIM



---

## Executive summary

Il tema della sostenibilità sta monopolizzando l'attenzione dei mercati finanziari. Il paradigma ESG (Environmental, Social, Governance) si sta consolidando come punto di riferimento nelle strategie di investimento, grazie alla spinta sia delle autorità di mercato e dei legislatori in Europa, sia dei risparmiatori ad ogni livello, dai *retail* agli istituzionali.

Pochi sono ormai disposti ad affidare i propri capitali ad imprese che non implementano strategie orientate alla sostenibilità di lungo termine, attraverso buone pratiche finalizzate alla tutela dell'ambiente, all'inclusione e *welfare* sociale e ad una *governance* trasparente e rispettosa di tutti gli *stakeholder*. Inoltre, nuovi adempimenti obbligatori stanno per riguardare le imprese emittenti di titoli diffusi e chi ingegnerizza, gestisce e colloca prodotti finanziari che vi investono.

Centrale è il tema della comunicazione dei dati non finanziari da parte delle imprese, in modo da consentire agli analisti di comprendere e apprezzare non solo qualitativamente ma anche quantitativamente gli sforzi profusi dal *management* nella tensione verso l'eccellenza in ambito ESG. Dal 2017 le imprese quotate sui listini regolamentati sono tenute a pubblicare una rendicontazione non finanziaria e quindi comincia ad essere a disposizione una mole di informazioni di valore per il mercato.

Gli studi che analizzano la qualità delle informazioni rilasciate e l'impatto sulle *performance* di mercato si moltiplicano, ma sono spesso confinate al mondo delle *blue chips*, che ricevono attenzione da parte di società di *rating* che accanto alle tradizionali valutazioni sul rischio del debito hanno ormai integrato valutazioni sulle prestazioni ESG.

Questo studio, sviluppato congiuntamente dai *team* di Intermonte SIM e della School of Management del Politecnico di Milano, vuole invece dare un contributo sull'analisi della rendicontazione non finanziaria delle *mid* e *small cap*, ovvero le imprese a capitalizzazione medio-bassa quotate sul listino di Borsa Italiana, rappresentative della 'spina dorsale' produttiva del Paese.

L'obiettivo è quello di analizzare la completezza e l'efficacia della comunicazione sulle metriche ESG entrando anche nel merito dei risultati ottenuti nel corso del triennio dal 2017 al 2019. Questo consente di individuare modelli di comportamento differenziati fra le imprese a piccola e media capitalizzazione quotate.

Il primo capitolo del quaderno di ricerca descrive l'evoluzione della normativa e della regolamentazione di secondo livello rilevante sui temi ESG in Europa. Partendo dal protocollo UN Global Compact e dagli accordi di Parigi che hanno introdotto gli obiettivi strategici di Agenda 2030 (Strategic Development Goals, SDGs) si evidenzia il forte attivismo dell'Unione Europea che attraverso la Direttiva 2014/95/EU (Non Financial Reporting Directive, NFRD) ha introdotto l'obbligatorietà della rendicontazione ESG per le imprese quotate. Dal 2018 in avanti si registra un'accelerazione sensibile che vede nello European Action Plan, nel Green Deal e nel Recovery Plan le tappe fondamentali. Numerosi sono gli appuntamenti nel 2021 e 2022 cui il mercato finanziario dovrà adattarsi e che coinvolgono temi centrali quali la tassonomia delle attività sostenibili, i servizi finanziari, lo standard che qualifica fondi e titoli finanziari come orientati alla sostenibilità. Il secondo capitolo riassume brevemente le principali evidenze empiriche che la letteratura accademica emergente ha validato rispetto all'impatto positivo che una efficace rendicontazione non finanziaria può portare ad un'impresa, con l'effetto di generare rendimenti differenziali positivi per gli investitori. Essi vanno dalla riduzione del costo del capitale alla migliore attrattività per investitori e *manager*, dalla riduzione del rischio alla reputazione, dall'efficienza sui costi operativi alla riduzione delle asimmetrie informative.

Il terzo capitolo descrive la ricerca condotta su 21 imprese non finanziarie quotate sui segmenti *mid cap* e *small cap* del Mercato Telematico Azionario italiano, scelte fra quelle coperte dagli analisti di Intermonte SIM e che hanno diffuso informazioni più dettagliate.

te sia in termini qualitativi che quantitativi. Prendendo come riferimento le rendicontazioni sui dati non finanziari del 2019 sono stati ricavati i principali KPI in ottica ESG desunti dagli elenchi di vari *framework* nazionali e internazionali, scelte sulla base della loro materialità per gli specifici settori considerati. I dati mostrano che le società facenti parte del campione analizzato hanno divulgato in media il 73,8% delle informazioni considerate rilevanti. Grande attenzione viene data soprattutto alla componente Social (le emittenti del campione hanno divulgato in media l'88,0% dei parametri mappabili), seguita da quella Environmental (70,9%) e da quella di Governance (67,2%).

La ricerca evidenzia anche alcuni ambiti dove solo poche aziende hanno voluto o potuto essere trasparenti, come gli obiettivi quantitativi sulla riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, gli obiettivi di efficientamento energetico, le politiche di incentivazione del *management* legate ai risultati ESG, la presenza di un CSR Manager.

L'analisi entra nel merito dei progressi dichiarati dalle imprese in ciascuno dei tre ambiti di attenzione: le emissioni di CO<sub>2</sub>, il consumo complessivo di energia, la quota di energia prodotta da fonti rinnovabili, il riciclaggio dei rifiuti, la presenza femminile in azienda e nel CDA, la precarietà dei posti di lavoro, il *turnover* del personale, la formazione, gli infortuni, il numero di amministratori indipendenti.

Un focus specificato viene dedicato alla condivisione degli obiettivi strategici di sviluppo (SDGs) e alla materialità attribuita a ciascuno di essi.

Il capitolo si chiude proponendo un modello riassuntivo delle diverse strategie individuate che individua tre diversi *cluster*: le aziende 'Esperte' (spesso quelle di dimensioni maggiori e quotate da più tempo) caratterizzate da un livello molto buono di completezza dei dati a vasto raggio grazie al forte *commitment* dal vertice. Sono aziende che hanno implementato azioni di concreto miglioramento sui KPI ESG.

Abbiamo poi il gruppo delle imprese 'Ambiziose' (spesso quelle entrate in Borsa

più recentemente) che in poco tempo hanno raggiunto buoni livelli di efficacia nella rendicontazione, limitati però ad alcuni contesti specifici; esse mostrano un buon livello di *commitment* ma devono misurarsi con organizzazioni meno mature e meno esperte, che devono necessariamente ragionare per priorità. Esse sono però ben consapevoli di quali possono essere gli ambiti di miglioramento e li implementeranno a breve.

Infine, abbiamo le 'Gregarie' ovvero le aziende del campione che finora sono state meno complete e dettagliate nella comunicazione di tutte le variabili materiali; il *gap* può essere facilmente recuperato attraverso un'azione di *benchmarking* rispetto alle *best practice* implementate dalle altre imprese.

Il quarto capitolo presenta tre casi di studio che abbiamo ritenuto interessante approfondire, nell'ambito del campione. Si tratta delle società Aquafil SpA, Lu-Ve SpA e SAES Getters SpA. A valle di interviste dettagliate con il *management* delle tre aziende, emerge come la quotazione in Borsa sia stato un elemento catalizzatore per incrementare la sensibilità verso le tematiche ESG e incentivare il *management* sia a implementare obiettivi in tema di sostenibilità sia a dotarsi di strutture e di sistemi di controllo per la gestione e misurazione dei KPI.

Emerge anche la richiesta da parte delle piccole e medie aziende di avere uno *standard* chiaro come riferimento e di aprire un dialogo con agenzie di *rating* e analisti specializzati che per ora guardano quasi esclusivamente alle *blue chips*.

Infine il terzo '*takeaway*' che la ricerca può proporre è relativo alla necessità per le PMI di prepararsi con largo anticipo alle sfide future legate alla diffusione delle informazioni non finanziarie; chi riuscirà ad anticipare proattivamente la normativa godrà di un vantaggio competitivo rispetto agli altri nel momento in cui capitali e risorse sul mercato saranno vincolati ad essere investite secondo criteri ESG. Gli strumenti utili per prepararsi sono la formazione, un forte *commitment* interno condiviso e un efficace flusso di raccolta ed elaborazione dei dati.

# 1. La normativa sulla rendicontazione dei dati non finanziari

## Introduzione

Il crescente interesse degli investitori nell'integrare le considerazioni ESG (Environmental, Social and Governance) con quelle finanziarie di lungo termine è un *trend* globale in forte crescita che è destinato a plasmare il panorama della finanza per i prossimi anni. Come riportato da Morningstar (2020), a fine giugno 2020 il valore totale degli investimenti in 3.432 fondi 'sostenibili' ha superato la soglia di \$ 1.000 miliardi a livello mondiale. Come evidenzia la Figura 1.1, l'Europa è il mercato di riferimento, con un flusso netto di nuovi impieghi nel primo semestre 2020 pari a \$ 61 miliardi (l'86% del totale) e uno *stock* complessivo pari a \$ 870 miliardi (l'82% del totale). L'incertezza legata alla pandemia Covid-19 non ha frenato la raccolta, che a livello globale ha registrato un valore record nel secondo trimestre del 2020 (+72% sul primo trimestre).

Continua a crescere anche il numero di prodotti (fondi attivi ed ETF) che si richiamano a criteri ESG nella loro *policy* di investimento (si veda la Figura 1.2). Nel secondo trimestre 2020 si contano ben 125 nuovi fondi offerti al mercato, di cui 107 solo in Europa.

L'attenzione degli investitori nel cercare di valutare la rilevanza del fattore ESG nei propri investimenti ha convinto le aziende nei più disparati settori a farsi carico della divulgazione dei propri KPI non finanziari. L'atteggiamento proattivo delle aziende più sensibili verso la rendicontazione di informazioni qualitative e quantitative su temi ESG ha consentito di sopperire alla mancanza di informazioni pubblicamente disponibili che fossero affidabili, comparabili e standardizzate su tematiche di sostenibilità. Ciò ha portato diversi benefici alle imprese quali per esempio:

- un aumento della resilienza dell'azienda ai rischi esterni e, di conseguenza, un profilo di crescita più sostenibile;
- una riduzione del costo del capitale dovuto ad una migliore comunicazione del rischio d'impresa (i dati non finanziari pubblicati dalle aziende sono sempre più spesso integrati dalle agenzie di *rating* nella valutazione del profilo di rischio);



Figura 1.1

Lo *stock* totale di investimenti nei fondi 'sostenibili' a livello mondiale, dal 2017 al primo semestre 2020. Fonte: Morningstar (2020)

Figura 1.2

I fondi di investimento ESG nel mondo: il flusso trimestrale dei nuovi prodotti offerti al mercato.  
Fonte: Morningstar (2020)



- la possibilità di accedere a nuove fonti di investimento e di attirare nuovi investitori;
  - un miglioramento della reputazione agli occhi dei consumatori e della società civile.
- Una recente indagine dell'ISTAT (2020) evidenzia che nel 2018 il 68,9% delle imprese italiane con 3 e più addetti dichiarava di essere impegnate in azioni volte a migliorare il benessere lavorativo del proprio personale; il 66,6% svolgevano azioni per ridurre l'impatto ambientale delle proprie attività e il 64,8% si sono attivate per migliorare il livello di sicurezza all'interno della propria impresa o nel territorio in cui operano.

### Il patto UN Global Compact (UNGC)

Già nel 1999, al World Economic Forum di Davos, il segretario generale delle Nazioni Unite Kofi Annan aveva incitato le imprese di tutto il mondo ad aderire ad un "patto globale di valori condivisi e principi" per dare alla globalizzazione un taglio più 'umano', promuovendo su scala globale la responsabilità sociale d'impresa. L'idea viene concretizzata nello stesso anno attraverso l'UN Global Compact (UNGC), con l'obiettivo di promuovere una crescita globale sostenibile e incoraggiare le aziende ad adottare politiche orientate alla responsabilità sociale, rendendo pubblici i risultati delle loro azioni. Tuttavia, il patto venne finalizzato solo nel 2004, con l'aggiunta di un ulteriore principio contro la corruzione.

Ad oggi il patto ha riscosso grande successo diventando una iniziativa globale, con più di 18.000 firmatari in 30 paesi. Solo in Italia le aziende firmatarie sono 240, di cui 4 nel campione di ricerca analizzato in questa ricerca.

Il Global Compact è un *framework* che si sviluppa in 10 principi, riguardanti 4 macro-aree: diritti umani, lavoro, ambiente, corruzione. I principi sono un sunto di azioni già intraprese in precedenza: la Dichiarazione Universale dei diritti umani (1948), la dichiarazione su Ambiente e Sviluppo di Rio (1992), la dichiarazione sui diritti al lavoro (1998), la *convention* delle nazioni Unite contro la corruzione (2003). I dieci principi sono i seguenti:

Diritti Umani:

- Principio 1. Sostenere e rispettare la protezione dei diritti umani internazionali nella propria sfera di influenza.
- Principio 2. Assicurarsi di non essere complice di abuso dei diritti umani.

Lavoro:

- Principio 3. Garantire la libertà di associazione e l'effettivo riconoscimento del diritto alla contrattazione collettiva;
- Principio 4. Eliminazione di tutte le forme di lavoro forzato ed obbligatorio;
- Principio 5. Abolizione effettiva del lavoro minorile;

- Principio 6. Eliminazione della discriminazione nell'impiego e nell'occupazione.

Ambiente:

- Principio 7. Supportare l'applicazione del principio precauzionale alle sfide ambientali
- Principio 8. Portare avanti iniziative per promuovere la responsabilità ambientale
- Principio 9. Incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie favorevoli all'ambiente.

Corruzione:

- Principio 10. Impegnarsi contro la corruzione in ogni sua forma, compreso le estorsioni e tangenti.

La partecipazione delle aziende all'iniziativa è volontaria, implicando un approccio di autoregolamentazione che incoraggia al monitoraggio delle *performance* sociali (Steelman e Rivera, 2006). Se l'azienda decide di firmare l'UNGC, il suo impegno deve essere dimostrato attraverso una serie di criteri:

- inclusione di azioni e politiche volte all'adempimento dei principi nella strategia;
- *report* annuali o altri documenti ufficiali in cui viene spiegato l'allineamento ai principi nella strategia e nelle *operations*;
- caricamento sul sito ufficiale UNGC di una breve descrizione del *report*, altresì chiamato Communication on Progress (COP), comprendente tutti i progressi svolti; il COP deve essere caricato entro due anni, pena l'espulsione dall'iniziativa.

Seppure nobile nei suoi scopi, il problema principale del programma è nella mancanza di monitoraggio: non c'è una revisione da terze parti, come evidenziato nella letteratura (Orzes et al., 2020) e la partecipazione non è in nessun modo selettiva. In altre parole, un investitore non può sapere se le aziende firmatarie stiano davvero modificando i loro processi e strategie in un'ottica sostenibile o meno. In tal senso una soluzione potrebbe essere istituire un gruppo indipendente di monitoraggio che traduca i 10 principi in obiettivi operativi quantificabili, garantendo così obiettività, precisione e trasparenza. Una soluzione alternativa potrebbe essere l'adozione di un framework legale obbligatorio in tutti gli stati. Tuttavia, questo potrebbe frenare l'adesione all'UNGC di imprese genuinamente ben disposte verso gli obiettivi del patto.

Aderendo all'UNGC, le aziende possono beneficiare di una maggiore reputazione e aumentare l'attrattività per molteplici *stakeholder*: investitori, personale qualificato, fornitori ecc. In secondo luogo, le aziende beneficerebbero anche della creazione di *network* locali con altre imprese firmatarie e istituzioni condividendo esperienze, innovazioni e buone pratiche (Zimmerli et al., 2007).

## La Direttiva 2014/95/EU

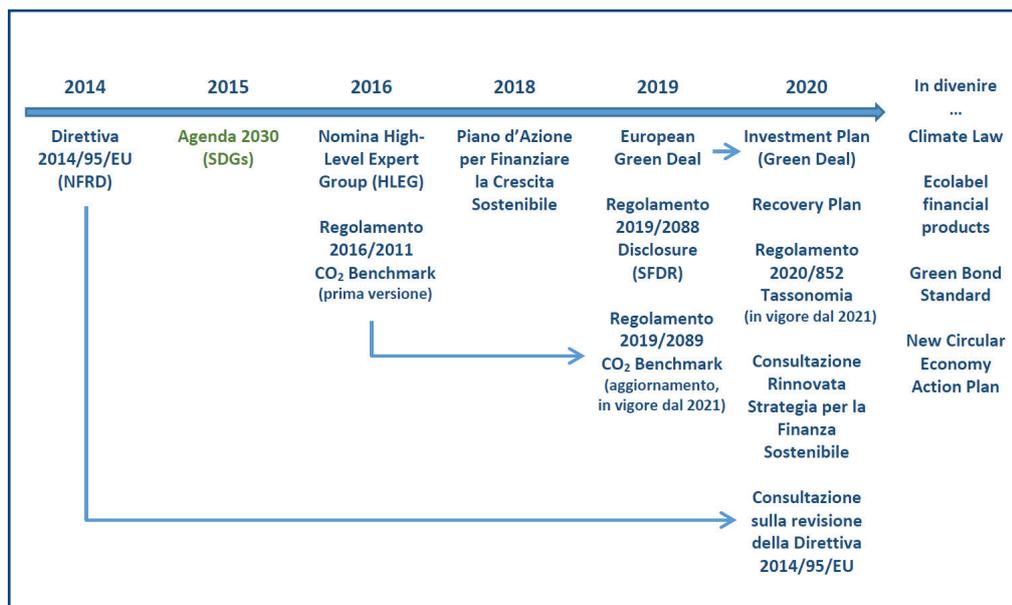
In armonia con il *trend* tracciato dalle Nazioni Unite, l'Unione Europea, attraverso la composizione e la revisione del quadro normativo in materia di *non financial reporting*, si è fortemente impegnata per indirizzare l'economia verso una crescita compatibile con i principi della *triple bottom line*<sup>1</sup>, conscia della necessità di guidare le aziende e la società civile nella transizione verso uno sviluppo più sostenibile.

La divulgazione di dati aziendali non finanziari è stata quindi una tappa essenziale nel percorso di promozione della sostenibilità a livello europeo. Con il tempo è emersa la forte necessità di regolamentare questa nuova tipologia di rendicontazione e di iniziare a fornire *guideline* più precise da parte dei *policymaker* in modo di supplire alla mancanza di standardizzazione e comparabilità dei report non finanziari. La Direttiva 2014/95/EU (Non Financial Reporting Directive, NFRD) può essere, in questo senso, considerata la prima *milestone* rilevante raggiunta e approvata dai legislatori europei nell'ambito del processo di regolamentazione dell'informativa non finanziaria (si veda la Figura 1.3). Essa è stata poi recepita a livello dei singoli Stati Membri e in particolare in Italia attraverso il D.L. 254 del 30 dicembre 2016. Appare chiaro che il processo sia appena iniziato e quindi in futuro è lecito aspettarsi un'evoluzione della normativa che interesserà sempre più imprese; è quindi importante farsi trovare preparati, soprattutto da parte delle piccole e medie aziende.

<sup>1</sup> Si tratta di un principio secondo il quale le imprese sono chiamate a prendere le proprie decisioni strategiche considerando simultaneamente tre obiettivi: equità sociale, qualità ambientale e prosperità economica

**Figura 1.3**

Le tappe rilevanti nel percorso verso la diffusione delle informazioni aziendali non finanziarie nell'Unione Europea. In verde l'iniziativa Agenda 2030 che ha rilevanza internazionale



La Direttiva 2014/95/EU nasce per modificare la precedente Direttiva 2013/34/EU con l'esigenza di colmare la mancanza di trasparenza nella *disclosure* di informazioni non finanziarie da parte delle aziende europee. Tutte le società a cui la direttiva si applica sono state tenute a includere i *non-financial statement* nella loro documentazione annuale a partire dal 2018.

Si applica ad "imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico" (società quotate, banche e società assicurative) con più di 500 dipendenti (si stima che con queste premesse siano circa 6.000 le imprese coinvolte in Europa), a eccezione dei gruppi, in cui le sussidiarie sono esentate dalla rendicontazione in caso i loro dati siano riportati dalla *parent company* secondo il principio del consolidamento.

La Direttiva stabilisce dei temi obbligatori da includere all'interno della dichiarazione di carattere non finanziario (DNF). Essi riguardano:

- informazioni ambientali;
- informazioni sociali circa il personale e il rispetto dei diritti umani;
- informazioni riguardanti la lotta alla corruzione attiva e passiva;
- informazioni sull'azienda, sul suo andamento, sui suoi rischi e sull'impatto delle sue attività sull'ambiente esterno.

In particolare, la DNF deve contenere, oltre a una descrizione del modello aziendale di gestione e organizzazione dell'impresa, informazioni riguardanti i principali rischi del *business* nonché le politiche praticate e i risultati conseguiti dalla stessa con riferimento ai temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. Tali informazioni devono essere rese note "nella misura necessaria ad assicurare la comprensione dell'attività di impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta". Ciò significa che le imprese devono divulgare non solo in che modo i fattori di sostenibilità possono influire sull'andamento gestionale, ma anche come essi impattano sull'ambiente esterno (prospettiva della 'doppia materialità').

Nel caso in cui l'impresa non adotti particolari politiche nelle materie sopra indicate, viene previsto l'obbligo di fornire "una spiegazione chiara e articolata" di questa scelta (*comply or explain*).

La Direttiva, inoltre, ha ampliato le informazioni da inserire nella relazione sul governo societario e sugli assetti proprietari prevedendo una dichiarazione sulle politiche adottate dalle società in relazione alla composizione degli organi di amministrazione e controllo per garantire la diversità in termini di genere, professionalità, specificando anche gli obiettivi di tale politica, le modalità di attuazione e i risultati nel periodo di riferimento. Nella rendicontazione, è a discrezione delle imprese scegliere il *framework* o le linee guida che più si adattano alle proprie caratteristiche oltre che la forma da adottare nel-

la presentazione della DNF (pubblicazione di un *report* non finanziario indipendente, *report* integrato o aggiunta di informazioni nel report annuale finanziario). Per quanto riguarda, invece, la verifica da parte di terzi, i revisori legali o le imprese di revisione contabile sono tenuti esclusivamente a verificare se sia stata fornita o meno l'informativa non finanziaria. Gli Stati Membri potrebbero tuttavia richiedere ad agenzie terze indipendenti di verificare la coerenza dei bilanci con quella delle dichiarazioni non finanziarie, applicando la valutazione anche alle informazioni ambientali e sociali.

Essendo la versione del 2014 la prima applicazione di una Direttiva su questo tipo di *disclosure*, alle aziende è stata lasciata grande flessibilità in termini di contenuto e presentazione della rendicontazione. Al momento, infatti, non sono state definite delle regole precise in termini di forma e contenuto, cosa che invece potrebbe essere utile per aziende con poca esperienza nella divulgazione di informazioni non finanziarie, rappresentando una 'buona pratica' da seguire. Le aziende possono comunque fare riferimento a linee guida internazionali, europee o nazionali in base alle proprie caratteristiche peculiari (ad esempio UN Global Compact, ISO 26000 ecc.).

La decisione di lasciare ampio margine di manovra alle imprese ha tuttavia esposto varie mancanze della Direttiva; una successiva comunicazione (2017/C 251/01) ha meglio precisato alcuni orientamenti non vincolanti mentre nuovi temi sono emersi a seguito di una consultazione ("Fitness check on the EU framework for public reporting by companies") iniziata a marzo 2018 e conclusasi a luglio 2018. Le principali problematiche identificate sono state:

- la decisione di non stabilire o rendere obbligatori dei veri e propri KPI di settore: nessuna delle linee guida che è possibile scegliere impone infatti la rendicontazione di specifici parametri, ma fornisce esclusivamente dei suggerimenti. Pur essendo questa idea ragionevole, considerando la novità di questo tipo di procedura e la necessità delle aziende di adattarvisi, la flessibilità lasciata ha di fatto enormemente rallentato il processo di standardizzazione della rendicontazione non finanziaria. Questo rappresenta ancora oggi un grave problema per la comparazione di questo tipo di informazioni da parte di investitori;
- la decisione di applicare la Direttiva solo alle imprese più grandi e con maggiori risorse da spendere per l'istituzione di un nuovo processo di rendicontazione: in questo modo, le piccole aziende, e quindi gran parte del tessuto imprenditoriale di Stati come Italia e Germania, sono state completamente escluse da quest'obbligo;
- ad ogni Stato Membro è stata concessa ampia libertà nell'applicazione della Direttiva, soprattutto per quanto riguarda alcuni elementi di contenuto del *report*, la struttura del documento e la gestione dei controlli da parte di società esterne: ciò ha fatto sì che la norma venisse tradotta nelle leggi degli Stati europei secondo i diversi approcci di sostenibilità scelti specificatamente da ogni paese.

## L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile

In parallelo al percorso della Direttiva in Europa, nel 2015 le Nazioni Unite hanno sviluppato e concretizzato una visione di sostenibilità condivisa nota come Agenda 2030, adottata da 195 nazioni ed entrata ufficialmente in azione nel 2016. Come evidenzia la Figura 1.4, l'Agenda contiene 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDGs) che si declinano in 169 sotto-obiettivi operativi e più di 240 indicatori. Lo scopo principale dell'agenda è quello di eliminare qualsiasi forma di povertà, come spiegato nel preambolo: "l'Agenda 2030 è un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità. Essa persegue inoltre il rafforzamento della pace universale in una maggiore libertà. Riconosciamo che sradicare la povertà in tutte le sue forme e dimensioni, inclusa la povertà estrema, è la più grande sfida globale ed un requisito indispensabile per lo sviluppo sostenibile."

Ciascuno degli SDGs appartiene a uno dei quattro pilastri di crescita su cui questa strategia si focalizza (sociale, economico, ambientale, diritto e *governance*).

Ci sono tre caratteristiche fondamentali che rendono gli SDGs un'iniziativa innovativa e

**Figura 1.4**  
I Sustainable  
Development Goals  
(SDGs) di Agenda 2030



rilevante rispetto a generici obiettivi di sostenibilità:

- universalità: gli obiettivi sono universali, devono essere applicati da ogni nazione, comprendendo ogni settore;
- integrazione: gli obiettivi sono interconnessi e non è possibile agire unicamente su uno di essi e ignorare gli altri perché ci sono delle sinergie che devono essere considerate dai decisori;
- trasformazione: raggiungere questi obiettivi significherà probabilmente cambiare radicalmente il modo in cui gli esseri umani vivono sulla Terra e in cui viene condotta l'attività economica.

Con il tempo, gli SDGs sono diventati parte integrante delle comunicazioni non finanziarie delle aziende. Hanno iniziato a costituire un *framework* importante per la presentazione delle strategie di sostenibilità e hanno contribuito a migliorare la standardizzazione e la leggibilità delle informative: è possibile, per esempio, verificare su quali SDGs un'impresa si sta concentrando per avere un'idea dei principali obiettivi di sostenibilità che sono materiali per l'azienda. Secondo un rapporto dell'Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione Non Finanziaria pubblicato a dicembre 2019 che ha considerato un campione di 197 società italiane (di cui 150 quotate e 47 non quotate), nel 2018 circa il 44% delle DNF analizzate ha citato gli SDGs, contro il 21% nel 2017.

### **Il Decreto Legge 254 del 30 dicembre 2016**

In Italia l'adeguamento alla Direttiva 2014/95/EU è stato attuato con il Decreto Legislativo 254 del 30 dicembre 2016. Come è avvenuto in altri paesi come Germania e Francia, anche in Italia le grandi aziende interessate dalla normativa 2016 sono state quelle con più di 500 dipendenti e un fatturato netto superiore a € 40 milioni o un totale dell'attivo superiore a € 20 milioni. Ai revisori esterni è stato richiesto di valutare il contenuto della dichiarazione di carattere non finanziario, verificandone la conformità e la presenza di informazioni rilevanti. Il Regolamento Consob n. 20267 del 18 gennaio 2018, attuativo del Decreto, ha a sua volta stabilito che l'attestazione possa essere rilasciata, a scelta dell'emittente, nella forma della *limited assurance* ovvero della *reasonable assurance*.

Il legislatore ha infatti individuato nella Consob il soggetto deputato a vigilare sul rispetto della disciplina e ad applicare delle sanzioni. Pertanto, alla Consob sono stati attribuiti i necessari poteri di regolazione secondaria e di vigilanza istruttoria anche nei confronti di società non quotate o non abilitate allo svolgimento di servizi di investimento. In caso di omissione o mancanza di trasparenza, le sanzioni sono state fissate tra € 20.000 e € 150.000.

Il Decreto prevede che le imprese evidenzino: i) i principali rischi, generati o subiti, con-

nessi ai temi socio-ambientali e che derivano dalle attività o dai prodotti e servizi forniti; ii) il modello organizzativo e gestionale; iii) le politiche praticate per la gestione degli impatti dell'attività imprenditoriale negli ambiti non finanziari richiamati e i risultati conseguiti dall'attuazione di tali politiche. Tali informazioni devono essere selezionate, come stabilito dalla Direttiva UE, sulla base di un principio di 'materialità' che individua solamente quelle attraverso le quali può essere assicurata la comprensione dell'attività dell'impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta sui temi non finanziari indicati nel Decreto.

La società può riferirsi a *standard* diffusi oppure adottare una metodologia autonoma di rendicontazione, fornendo in tal caso una "chiara ed articolata descrizione della stessa e delle motivazioni per la sua adozione", nonché ulteriori principi e criteri ed indicatori di prestazione autonomamente individuati.

### La consultazione sulla revisione della Direttiva 2014/95/EU

Una serie di indagini e valutazioni condotte dopo alcuni anni di applicazione pratica della Direttiva 2014/95/EU ha fatto emergere come i dati diffusi dalle società non rispondano in maniera del tutto adeguata alle esigenze dei relativi fruitori, nonostante costi e oneri significativi stanziati dalle imprese in tale direzione. Per questo motivo, il 20 febbraio 2020 la commissione ha lanciato una consultazione pubblica sulla revisione della Direttiva, conclusa l'11 giugno 2020. La consultazione era rivolta a qualsiasi *stakeholder* volesse fornire il proprio contributo. In particolar modo era indirizzata a coloro che predispongono le dichiarazioni non finanziarie e agli utilizzatori finali delle informazioni che vi sono contenute (ad esempio istituzioni del settore finanziario, investitori e organizzazioni della società civile).

La consultazione era composta da 45 domande articolate in 8 sezioni che corrispondono alle principali aree di miglioramento evidenziate all'interno della Non Financial Reporting Directive (NFRD):

- qualità e portata delle informazioni non finanziarie da divulgare: la consultazione era finalizzata all'identificazione di categorie di informazioni (oltre a quelle già rese obbligatorie dalla versione precedente della normativa) la cui pubblicazione potrebbe contribuire ad un aumento di trasparenza e di comparabilità delle *disclosure*;
- standardizzazione: la consultazione era volta a valutare la possibilità di istituire *standard* di settore e/o che tengano conto del principio di proporzionalità e siano quindi differenziati a seconda della dimensione d'impresa;
- applicazione del principio di materialità: è ritenuto essenziale stabilire se la nozione di 'materialità' (ovvero il principio secondo il quale le informazioni rendicontate devono essere adeguate a comprendere il reale impatto dell'impresa sulla società) sia applicabile anche alla rendicontazione non finanziaria;
- attestazione e revisione; la consultazione vorrebbe cercare di stabilire se sia giustificabile la separazione in materia di attestazione e revisione tra informazioni finanziarie e informazioni non finanziarie;
- digitalizzazione: la consultazione vorrebbe cercare di valutare l'opportunità di utilizzare lo European Single Electronic Format (il formato elettronico in cui le società quotate dell'Unione redigono le loro relazioni finanziarie annuali a partire dal 1° gennaio 2020) anche nel caso delle informazioni non finanziarie;
- struttura e collocazione delle informazioni non finanziarie: la consultazione riguarda la collocazione dell'informativa di carattere non finanziario. Vengono considerate le implicazioni legate alla pubblicazione della DNF all'interno della relazione di gestione o in una relazione *ad hoc*, soprattutto in termini di revisione da parte delle autorità;
- società a cui si applica la Direttiva: si valuterà la possibilità di estendere l'obbligo di pubblicazione della DNF ad altre categorie di soggetti. Una delle aggiunte maggiormente discusse è rappresentata dall'abbassamento della soglia per la pubblicazione obbligatoria dell'informativa non finanziaria, andando ad includere anche le società

di minori dimensioni (più di 250 dipendenti invece di 500). Gli argomenti a favore dell'ampliamento dei destinatari della Direttiva sono principalmente: (1) la possibilità di venire incontro alla richiesta degli investitori di disporre di informazioni non finanziarie provenienti da un numero sempre maggiore di imprese; (2) la necessità di rendere disponibili le informazioni non finanziarie anche di imprese di grandi dimensioni non quotate (la distinzione tra società quotate e non quotate viene meno quando si parla di impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa); (3) la necessità di evitare che la differenza di trattamento (in termini di requisiti) tra società quotate e non quotate possa disincentivare la quotazione;

- semplificazione e riduzione degli oneri amministrativi per le società: una sezione della consultazione era, infine, deputata alla raccolta di informazioni sui costi connessi alla predisposizione della dichiarazione non finanziaria, in termini di ore impiegate ogni anno per raccogliere, analizzare e riportare le informazioni, e di eventuali servizi prestati da fornitori esterni.

Al termine della consultazione, la Commissione ha inoltre incaricato l'European Financial Advisory Group (EFRAG) di iniziare un percorso di definizione di possibili Non Financial Reporting Standards da includere nella nuova Direttiva in uscita nel 2021. L'uso di un insieme comune di *standard* sviluppati appositamente per l'informativa non finanziaria è stato infatti identificato come uno dei modi per migliorare la comparabilità, l'affidabilità e la pertinenza delle informazioni divulgate dalle società. Tali *standard* potrebbero anche facilitare la certificazione delle informazioni non finanziarie, la loro applicazione e la loro digitalizzazione. Non è un caso che a gennaio 2020, a valle del *meeting* di Davos, il World Economic Forum abbia pubblicato un 'libro bianco' insieme a KPMG, PwC, EY e Deloitte per auspicare l'adozione di buone pratiche condivise e proporre delle metriche comuni. Ad oggi infatti esistono diversi *standard* raccomandati nelle varie zone del mondo (SASB, Sustainability Accounting Standards Board; TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosures; CDSB, Climate Disclosure Standards Board; GRI, Global Reporting Initiative; IIRC, International Integrated Reporting Council).

### L'European Action Plan 2018, il Green Deal e il Recovery Plan

La Commissione Europea ha ribadito il proprio sforzo di rendere più omogenea e trasparente la rendicontazione delle informazioni di carattere non finanziario inserendo questo obiettivo al nono punto del Piano d'Azione per Finanziare la Crescita Sostenibile pubblicato il 7 marzo 2018. Questa proposta è stata sviluppata seguendo le raccomandazioni di un comitato di 20 esperti rinominato "High Level Expert Group on Sustainable Finance" (HLEG) che nel 2016 è stato incaricato di supportare la Commissione Europea suggerendo una strategia a più ampio respiro nell'ambito della finanza sostenibile in grado di garantire benessere nel lungo periodo, inclusione sociale e riduzione dello sfruttamento delle risorse naturali e dell'ambiente. Questa proposta si è poi concretizzata nell'Action Plan che si articola in 10 punti:

1. istituire (a livello europeo) un sistema unificato (tassonomia) di attività sostenibili;
2. creare certificazioni e *standard* per i prodotti finanziari sostenibili (come ad esempio i *green bond*);
3. promuovere gli investimenti in progetti sostenibili;
4. integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza sugli investimenti (per esempio modificando le direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA);
5. elaborare nuovi indici di sostenibilità e incrementare la trasparenza nella costruzione di *benchmark*;
6. migliorare l'integrazione dei parametri di sostenibilità all'interno dei *rating* e nella ricerca di mercato;
7. chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori in merito ai criteri di sostenibilità;
8. integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali;
9. rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e l'elaborazione delle norme

contabili;

10. promuovere un governo societario sostenibile promuovendo decisioni di sostenibilità di lungo periodo.

Come anticipato, la rilevanza affidata alla *disclosure* non finanziaria viene sottolineata al nono punto dell'Action Plan. È importante evidenziare, in merito a questo aspetto, la volontà espressa dalla Commissione di:

- istituire un laboratorio comune per promuovere l'innovazione e l'elaborazione delle migliori prassi in materia di informazione societaria. In questa sede, imprese e investitori potranno condividere idee e *best practice* sulla comunicazione in materia di sostenibilità;
- pubblicare nuove linee guida sulla divulgazione di informazioni relative all'impatto delle aziende sul cambiamento climatico per gestire i rischi finanziari ad esso collegati (questa intenzione si è concretizzata a giugno 2019 con la pubblicazione delle "Non Binding Guidelines on reporting climate-related information");
- valutare l'incidenza dei principi IFRS nuovi o emendati sugli investimenti sostenibili e di prendere in esame eventuali trattamenti contabili che possano costituire un'alternativa alla valutazione del fair value per i portafogli di investimento a lungo termine.

L'11 dicembre 2019 la Commissione europea ha presentato il Green Deal europeo ossia una tabella di marcia per rendere sostenibile l'economia dell'Europa, trasformando i problemi ambientali e la lotta ai cambiamenti climatici in opportunità in tutti gli ambiti. Il Green Deal europeo prevede un programma di azioni<sup>2</sup> per stimolare l'uso efficiente delle risorse, grazie al passaggio a un'economia circolare e pulita, mitigare l'impatto dei cambiamenti climatici, mettere fine alla perdita di biodiversità e ridurre l'inquinamento. Esso illustra gli investimenti necessari e gli strumenti di finanziamento disponibili e spiega come garantire una transizione giusta e inclusiva. Il Green Deal europeo riguarda tutti i settori dell'economia, in particolare i trasporti, l'energia, l'agricoltura, l'edilizia e settori industriali quali l'acciaio, il cemento, l'ICT, i prodotti tessili e le sostanze chimiche.

Per realizzare tali azioni, il 14 gennaio 2020 la Commissione europea ha presentato il Piano di investimenti (Investment Plan) del Green Deal europeo che prevede di mobilitare € 1.000 miliardi di investimenti in 10 anni. Solo due mesi dopo, è seguita la proposta di una 'Climate Law' europea con l'obiettivo di trasformare in legge cogente l'impegno ad azzerare l'impatto sul cambiamento climatico entro il 2050. Ancora, per contribuire a riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia di coronavirus, rilanciare la ripresa europea, proteggere l'occupazione e creare posti di lavoro, il 27 maggio 2020 la Commissione europea ha infine proposto un piano per la ripresa (Recovery Plan) che punta a sfruttare fino in fondo il potenziale del bilancio dell'UE. Il Recovery Plan vuole porre le basi per la doppia transizione, ecologica e digitale, rafforzando la competitività, la resilienza e il ruolo dell'Europa come attore globale, ancora una volta mantenendo come paradigma centrale quello della sostenibilità.

## Le prossime tappe

È da poco entrato in vigore il Regolamento UE 2019/2089 che modifica il Regolamento 2016/2011 ("Regolamento Benchmark") sui parametri di riferimento per le emissioni di carbonio, che introduce due nuovi indici di riferimento (per gli strumenti finanziari e per i contratti finanziari o per misurare la performance dei fondi di investimento) che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale: il *low carbon benchmark* e il *positive carbon impact benchmark*.

Nel 2021 entrerà in vigore la nuova normativa dell'Unione Europea in materia di finanza sostenibile, tra cui il Regolamento 2019/2088 che tratta l'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ("Regolamento Disclosure") e il Regolamento 2020/852 sul sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili ("Regolamento Tassonomia"). In pratica, la direzione è che vengano rese disponibili per i partecipanti al

<sup>2</sup> Sul sito Internet [www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-european-green-deal/](http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-european-green-deal/) è possibile apprezzare in tempo reale le tappe passate e future delle diverse azioni previste nell'ambito del Green Deal.

mercato finanziario (Financial Market Participants e Financial Advisers) informazioni non finanziarie sempre più precise e dettagliate da parte delle società partecipate combattendo il fenomeno del *greenwashing*, ossia delle dichiarazioni infondate o fuorvianti. L'aspetto centrale nel breve termine sarà proprio il tema della 'Tassonomia', ovvero l'elenco delle attività sostenibili a livello europeo, che assume un ruolo cardine in quanto costituisce le fondamenta su cui si baseranno tutti i Regolamenti. Sarà un punto di riferimento per tutti gli *stakeholder* perché andrà a definire le soglie tecniche affinché ciascuna attività d'impresa possa essere definita sostenibile. Le attività prese in esame sono sia attività "low-carbon" che, per definizione, impattano in maniera positiva sul cambiamento climatico, sia attività inquinanti ma necessarie, come la produzione di cemento o acciaio. L'obiettivo finale della tassonomia è indirizzare i capitali privati non solo verso attività green, ma anche verso attività 'promosse' per i loro miglioramenti in termini di riduzione dell'impatto ambientale. Si tratta quindi di una 'rivoluzione' che interesserà ogni comparto di *business*.

Inoltre, la Commissione Europea sta valutando di avanzare una proposta di Regolamento per un 'Green Bond Standard', ossia una 'certificazione' per titoli di debito associati al finanziamento di progetti con ricadute positive in termini ambientali (energie rinnovabili, gestione sostenibile dei rifiuti e delle risorse idriche, tutela della biodiversità, efficientamento energetico). Più in generale, è stata avanzata la proposta di utilizzare il marchio Ecolabel UE per identificare i prodotti finanziari 'sostenibili'. Da poco è stato lanciato anche un Action Plan specifico per favorire l'economia circolare nella catena produttiva. Infine, occorre menzionare le numerose consultazioni che la Commissione ha pubblicato nei recenti mesi, tra cui particolare attenzione merita quella dedicata alla "Rinnovata Strategia per la Finanza Sostenibile" che ha come obiettivi: creare un framework orientato al lungo termine per promuovere gli investimenti sostenibili; fornire a cittadini e imprese maggiori mezzi per avere un impatto positivo sulla sostenibilità; totale integrazione delle tematiche climatiche e ambientali all'interno delle valutazioni di tipo finanziario. In realtà, il paradigma ESG è destinato a condizionare una serie di revisioni regolamentari<sup>3</sup> che interesseranno a 360 gradi tutta l'industria finanziaria: la normativa MiFID II, le regole UCITS e AIFMD, il mondo delle assicurazioni (normativa IDD, Insurance Distribution Directive) e dei fondi pensione (PEPP), con finalità di valorizzare i fattori ESG nell'ambito dei processi interni degli intermediari, soprattutto quando prestano i servizi di consulenza. Va da sé che non saranno solo le imprese quotate 'obbligate' a pubblicare l'informativa non finanziaria a doversi attrezzare per misurare la propria performance ESG; ogni impresa che si interfacerà con il mercato del capitale (banche, investitori istituzionali e vigilati) dovrà attrezzarsi per rispondere alla necessità di misurarsi rispetto al conseguimento degli obiettivi globali di sostenibilità. Soprattutto per le piccole e medie imprese si pone dunque il tema di farsi trovare preparati per gli adempimenti futuri; chi si attizzerà per tempo potrà disporre di un importante vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti. Nel momento in cui ci saranno risorse e capitali dedicati sul mercato, le aziende che avranno le carte in regola rispetto all'informativa ESG saranno facilitate mentre le altre dovranno recuperare il *gap*.

<sup>3</sup> A testimonianza di questo trend si possono citare alcune norme rilevanti ai fini ESG inseriti nella Direttiva IORP II del 2019 che riguarda i fondi pensione e nella Direttiva Shareholders' Rights (SHRD II) del 2019.,

## 2. La relazione fra *disclosure* dei dati ESG e valore d'impresa

L'adozione da parte di un'impresa di comportamenti con un impatto positivo sull'ambiente, sui rapporti sociali e sulla *governance* aziendale è ormai considerata dalla letteratura finanziaria un elemento importante per la generazione di valore sostenibile nel lungo termine (Eccles e Serafeim, 2013).

Sono ormai numerosi i contributi accademici che individuano le motivazioni di questa correlazione. Ortas et al. (2015) dimostrano che le aziende firmatarie del Global Compact ottengono risultati migliori rispetto ad altre aziende non firmatarie. Partendo da un campione ampio e variegato comprendente aziende di diversi paesi, anche lo studio di Orzes et al. (2020) mostra un impatto positivo a seguito della condivisione dei 10 principi. Berthelot et al. (2003) dimostrano che gli investitori attribuiscono un valore positivo all'adozione dei principi UNGC. Janney (2009) studia invece le differenze tra Europa e USA: se nel vecchio continente la partecipazione è vista positivamente, in America la reazione è controversa. Un possibile motivo potrebbe essere il fatto che la legislazione Europea includa i requisiti del Global Compact già nella rendicontazione non finanziaria (Zimmerli et al., 2007).

Le aziende con una *performance* ESG migliore sono in grado di incrementare la loro attrattività agli occhi degli investitori (Healy e Palepu, 2001; Hummel e Schlick, 2016) e degli analisti finanziari (Dhaliwal et al., 2011; Ioannou e Serafeim, 2015). Più trasparenza nella gestione aziendale, finalizzata a evidenziare i risultati 'sociali', nonché un maggiore impegno a ridurre i comportamenti opportunistici verso tutti gli *stakeholder* possono ridurre il costo del capitale azionario (El Ghoual et al., 2011; Sassen et al., 2016), il costo del capitale di debito (Goss e Roberts, 2011; Jiraporn et al., 2014) e quindi il razionamento del capitale (Cheng et al., 2014). Implementare comportamenti virtuosi in ottica ESG consente di ridurre il rischio operativo del business (Fatemi e Fooladi, 2013). Un altro vantaggio è legato alla migliore capacità di attrarre risorse umane qualificate e motivate, come evidenzia uno studio di McKinsey (2019). Non va poi sottovalutato l'obiettivo di migliorare la reputazione presso clienti, fornitori e la comunità in generale (Branco e Rodrigues, 2006). Aras e Crowther (2008) notano che ridurre il consumo di energia e di risorse contribuisce a migliorare la *performance* operative dell'azienda mentre Li et al. (2018) sottolineano la possibilità di ottenere una migliore comprensione del *business*. I vantaggi che una efficace rendicontazione dei dati non finanziari può portare ad un'impresa sono riassunti nella Tabella 2.1.

Vantaggi	Riferimenti bibliografici
Incremento dell'attrattività per gli investitori	Healy e Palepu (2001); Hummel e Schlick (2016)
Maggiore attenzione dagli analisti finanziari	Dhaliwal et al. (2011); Ioannou e Serafeim (2015)
Riduzione del costo del capitale azionario	El Ghoual et al. (2011); Sassen et al. (2016)
Riduzione del costo del capitale di debito	Goss e Roberts (2011); Jiraporn et al. (2014)
Minori vincoli di razionamento del capitale	Cheng et al. (2014)
Attrarre risorse umane più qualificate e motivate	McKinsey (2019)
Riduzione del rischio operativo	Fatemi e Fooladi (2013)
Migliore reputazione presso clienti e fornitori	Branco e Rodrigues (2006)
Migliore comprensione del <i>business</i> dell'azienda	Li et al. (2018)
Migliore efficienza nelle <i>operations</i>	Aras e Crowther (2008)

**Tabella 2.1**

Riassunto dei principali vantaggi legati ad una efficace rendicontazione dei dati non finanziari

Numerosi studi evidenziano che integrare valutazioni ESG nella gestione di portafogli azionari e obbligazionari possa generare un rendimento differenziale positivo. Amel-Zadeh e Serafeim (2018) hanno intervistato diversi gestori di fondi di investimento, evidenziando che i parametri ESG vengono utilizzati per valutare la rischiosità dei diversi titoli, in funzione di eventuali comportamenti ‘negativi’ che potrebbero generare delle passività inattese per le emittenti. Una delle analisi più esaurienti nello studio di questa correlazione è presentata da Friede et al. (2015), i quali hanno considerato più di 2.200 studi empirici. Nel 90% delle analisi si trova una relazione non negativa tra fattori ESG e la *performance* di mercato e nella maggior parte di esse emerge una relazione positiva. In particolare per quanto riguarda i titoli azionari quotati la correlazione è significativamente positiva nel 52,2% del campione.

Un processo efficiente di raccolta, elaborazione e diffusione delle informazioni ‘non finanziarie’ può quindi generare valore sia per un’azienda emittente sia per gli investitori. I vantaggi di una *disclosure* volontaria, al di là degli obblighi di legge, vengono evidenziati da Eccles et al. (2014), i quali sottolineano come i *report* pubblicati volontariamente costituiscano un’opportunità per evidenziare gli sforzi nell’implementazione di strategie sostenibili. Naturalmente la diffusione dei dati non deve ridursi a un mero esercizio formale (*‘cheap talk’*) o a un calcolo di convenienza, per accreditarsi ad ogni costo come azienda ‘sostenibile’ al di là delle reali strategie (*‘greenwashing’*). Un recente studio di Fatemi et al. (2018) conferma che esiste una correlazione positiva fra la qualità dell’informativa non finanziaria e il valore aziendale. Una rassegna completa di altri studi empirici sull’argomento è proposta da Brooks e Oikonomou (2018).

Un punto di dibattito riguarda l’utilità di imporre l’obbligatorietà della diffusione delle informazioni, dal momento che realizzare una rendicontazione di alta qualità è un processo lungo e costoso (Hutchison e Lee, 2005). Alcuni studi (Wang et al., 2017; Ioannou e Serafeim, 2017; Venturelli et al., 2017) sostengono che nei mercati dove è stato introdotto tale obbligo si è effettivamente registrato un incremento della qualità delle informazioni rilasciate, con un chiaro vantaggio sulla riduzione delle asimmetrie informative.

Inoltre, un punto critico che viene spesso sottolineato riguarda la mancanza - attualmente - di standardizzazione nella reportistica (Jackson et al., 2017), che da una parte può favorire comportamenti opportunistici da parte delle imprese (che potrebbero mettere in evidenza i risultati più positivi ed occultare invece le informazioni meno favorevoli) e dall’altra rende difficile comparare documenti informativi non omogenei<sup>1</sup>. Del resto, invocando il principio della ‘materialità’ (Eccles e Serafeim, 2013) non si può negare che talune metriche in ambito ESG siano più importanti in determinate aree di *business* e meno rilevanti invece in altre. La possibilità di determinare quali questioni ambientali, sociali e di *governance* stiano realmente impattando sulla creazione di valore finanziario da parte di un’azienda è destinata a diventare uno dei punti chiave nella procedura di *reporting* non finanziario. La natura dinamica della materialità è uno dei motivi principali per cui la rendicontazione non finanziaria è e sarà molto più difficile da regolamentare rispetto a quella finanziaria (Rogers e Serafeim, 2019).

A testimoniare l’eterogeneità degli approcci sul mercato, si riscontra che le agenzie specializzate a produrre *rating* ESG offrono metodologie e giudizi abbastanza eterogenei rispetto sia alle informazioni raccolte sia alle valutazioni di merito (Gibson et al., 2019; Berg et al., 2020).

Se davvero la *disclosure* delle informazioni ESG rappresenta una fonte di resilienza per l’impresa nel lungo termine, la crisi legata alla pandemia del virus Covid-19 è un banco di prova importante per testare questa relazione. Uno studio di TruValue Labs (2020) ha documentato come durante i primi mesi della pandemia le informazioni correlate all’emergenza sanitaria come “Employee Health and Safety” e “Labour Practices” abbiano raggiunto il 73% della massa di dati non strutturati rilasciati dalle imprese. MSCI (2020) ha evidenziato come nel corso del 2020 gli indici a tema ESG abbiano performato meglio rispetto ai panieri più ‘generalisti’. Anche Blackrock (2020) ha sottolineato come, nel periodo tra il 1 gennaio e il 30 aprile 2020, l’88% dei propri fondi ‘sostenibili’ si siano comportati meglio della media del mercato. La stessa tesi è stata sostenuta da Morningstar

<sup>1</sup> Ad oggi gli *standard* più diffusi a livello mondiale nella rendicontazione non finanziaria sono GRI e SASB (Wu et al., 2018). L’obiettivo principale di SASB è fornire informazioni agli investitori, mentre GRI si concentra su una gamma più vasta di *stakeholder*

(2020), poiché 51 dei propri 57 indici a tema ESG hanno ottenuto prestazioni comparativamente migliori.

---

---

### 3. L'indagine sui dati pubblicati dalle società quotate su Borsa Italiana

In questo capitolo presentiamo i risultati di un'indagine svolta sulla rendicontazione non finanziaria pubblicata da un campione di 21 società non finanziarie quotate sul listino azionario MTA di Borsa Italiana, rappresentativo dei segmenti *small cap* e *mid cap* scelto fra le aziende 'coperte' dal *team* di analisti di Intermonte SIM.

L'obiettivo è quello di analizzare i diversi approcci adottati dalle imprese di media-piccola dimensione nella rendicontazione, per evidenziare eventuali differenze nella tipologia e nella completezza dei dati riportati.

#### Il campione delle aziende considerate e la metodologia

Per la selezione del campione oggetto di studio, in prima istanza è stato considerato il *panel* di 124 società con azioni ordinarie quotate comprese nel *coverage* di Intermonte SIM al 3 luglio 2020, rappresentanti circa il 92% della capitalizzazione dell'intero mercato azionario. All'interno di questo universo siamo andati in primo luogo ad escludere 20 società finanziarie, in quanto riteniamo che tali società (soprattutto banche e assicurazioni) siano più 'attrezzate' per misurarsi con obblighi di *disclosure* e per la natura del loro *business* siano facilitate su alcuni indicatori come quelli legati all'impatto ambientale. In secondo luogo abbiamo deciso di porre il focus esclusivamente sul comparto industriale e su *energy & utilities*, poiché per le caratteristiche intrinseche dei loro *business model* riteniamo abbiano un impatto maggiore soprattutto per quel che concerne le tematiche ambientali, riducendo il campione potenziale a 69 società. Per poter avere una migliore confrontabilità, abbiamo fissato un *range* di capitalizzazione di mercato (minimo € 170 milioni, massimo € 4 miliardi), escludendo di fatto società molto piccole o molto grandi, ottenendo un ulteriore gruppo di 40 società da cui, coerentemente con gli obiettivi iniziali, siamo andati ad escludere i titoli compresi nel paniere FTSE MIB.

Dopo questo processo di selezione abbiamo ottenuto un campione di 36 aziende, dal quale abbiamo considerato solo quelle che nel 2019 hanno divulgato più del 70% delle informazioni mappate come rilevanti ai fini ESG, ottenendo in ultima istanza il nostro *panel* oggetto di studio composto da 21 società. Tale scelta ci consente di focalizzare solo sulle aziende più 'virtuose' in termini di *disclosure* non finanziaria, per capire quanto fosse tangibile il miglioramento in ottica ESG nel triennio 2017-2019 considerato.

All'interno di questa ricerca siamo andati di fatto a dissezionare la documentazione non finanziaria delle 21 società considerate, pur con le criticità del caso relative alla mancanza di una regolamentazione e standardizzazione dei parametri ESG. Ci auguriamo che il nostro studio possa rappresentare un punto di partenza che, in attesa di una auspicabile regolamentazione, aiuti a fare chiarezza all'interno del *mare magnum* del mondo ESG e ad accrescere la sensibilità della comunità finanziaria verso tali tematiche.

In futuro auspichiamo di estendere l'indagine a tutte le società quotate italiane appartenenti ai segmenti *mid* e *small cap*, al fine di tratteggiare un quadro il più completo ed esaustivo possibile.

#### Dati statistici generali

La Tabella 3.1 riporta alcune statistiche sulle imprese considerate. Si può notare che 17 titoli appartengono al segmento FTSE Italia Mid Cap mentre 4 compaiono nel paniere

FTSE Italia Small Cap. In 8 casi le azioni sono quotate sul segmento STAR. Il settore più rappresentato è quello dei Prodotti e servizi industriali (8 aziende) seguito dai Servizi pubblici (5) e da Edilizia e materiali (3).

**Tabella 3.1**  
Statistiche sul campione di 21 imprese non finanziarie quotate su Borsa Italiana considerate nell'analisi.

Variabile	Descrizione
Settore merceologico (Borsa Italiana)	Prodotti e servizi industriali: 8      Servizi pubblici: 5 Edilizia e materiali: 3                      Automobili e componentistica: 2 Altri: 3
Indice di appartenenza	FTSE Italia Mid Cap: 17 (di cui 5 sul segmento STAR) FTSE Italia Small Cap: 4 (di cui 3 sul segmento STAR)
Capitalizzazione di mercato al 1/10/2020	Media: € 1,46 miliardi, mediana: € 969,6 milioni Valore minimo: € 156,7 milioni; valore massimo: € 3,71 miliardi
Principali dati di bilancio relativi al 2019	Ricavi consolidati: media € 2.248,2 milioni; mediana € 1.182,5 milioni EBITDA <i>margin</i> : valore medio 22,2%; valore mediano 19,9% Utile netto consolidato: media € 89,5 milioni; mediana € 76,8 milioni
<i>Performance</i> di mercato (1/1/2017-31/12/2019)	Aziende del campione: media +80,2%; mediana +76,6% Indice FTSE MIB: +22,2%                      Indice FTSE Italia Mid Cap: +26,9% Indice FTSE Italia Small Cap: +16,7%
Quota del capitale detenuta da investitori istituzionali nel capitale (> 2%) al 31/12/2019	Valore medio (su <i>shares outstanding</i> ): 18,1% Valore mediano (su <i>shares outstanding</i> ): 17,0%

Il valore della capitalizzazione di mercato al 1/10/2020 risultava essere compreso fra € 156,7 milioni e € 3,71 miliardi. Il valore medio è pari a € 1,46 miliardi mentre quello mediano è pari a € 969,6 milioni.

Per quanto riguarda il fatturato consolidato, in media nel 2019 è pari a € 2,25 miliardi (valore mediano € 1,18 miliardi) con un EBITDA *margin* medio del 22,2% (valore mediano 19,9%). L'utile netto consolidato vale in media € 89,5 milioni (valore mediano € 76,8 milioni).

È interessante vedere che i 21 titoli considerati nell'arco del triennio considerato (dal 2017 al 2019) hanno performato molto meglio del mercato: il valore mediano è +76,6%, più del triplo rispetto alle *blue chip* e alle altre *small e mid cap*. Considerando che le imprese selezionate sono quelle che hanno rilasciato più informazioni in ambito ESG, ciò può rappresentare un elemento distintivo rispetto all'attenzione che il mercato ha riservato in termini di premio di *performance*.

Infine si può apprezzare la presenza significativa nel capitale delle aziende di investitori istituzionali e fondi: in media il 18,1% del capitale totale è in mano a questi soggetti mentre il valore mediano è il 17%.

### Dati sulle variabili ESG

Dai siti Internet delle società del campione sono stati reperiti i documenti rilevanti per la rendicontazione dei dati non finanziari per il 2019 e sono state individuate le metriche ESG indicate nelle Tabelle 3.2 (per la componente Environmental), 3.3 (per la componente Social), 3.4 (componente Governance) e 3.5 (per altri parametri legati a certificazioni e adesione a protocolli). Si tratta di metriche desunte dagli elenchi di vari *framework* nazionali e internazionali, scelte sulla base della loro materialità per i settori considerati. Ciascun KPI ESG può essere più o meno rilevante a seconda delle caratteristiche specifiche di ciascuna società. La principale criticità è che non essendoci ancora una regolamentazione e una standardizzazione dei parametri ESG, si riscontra una grande varietà nel modo in cui i KPI vengono definiti e misurati a seconda della società e del settore in cui essa opera. Nella ricerca, ai fini di una corretta comparazione, sono stati analizzati solo quei KPI definiti in modo omogeneo da tutte le società del campione: le differenze di definizione dei KPI ESG possono infatti avere un'influenza significativa sui *rating* ESG comparativi delle emittenti.

Come si può vedere dalla Figura 3.1, nel 2019, le società facenti parte del campione analizzato hanno divulgato in media il 73,8% delle informazioni mappate dalla ricerca. Questa

	Variabile / KPI	Unità di misura	Tipo di variabile	Descrizione
Emissioni e cambiamento climatico	Emissioni di CO2 - Scope 1	Tonnellate di CO2 equivalenti	Quantitativa	Emissioni di anidride carbonica direttamente prodotte dalle attività sotto il controllo della società. Sono incluse le emissioni derivate dalla combustione di carburante e dalla flotta aziendale.
	Emissioni di CO2 - Scope 2	Tonnellate di CO2 equivalenti	Quantitativa	Emissioni di anidride carbonica generate durante il processo di produzione dell'energia (elettrica, calore o vapore) acquistata dalla società
	Emissioni di CO2 - Scope 3	Tonnellate di CO2 equivalenti	Quantitativa	Emissioni di anidride carbonica generate da fonti che non sono direttamente sotto il controllo della società
	Obiettivi di riduzione delle emissioni di CO2	%	Quantitativa	Obiettivi fissati dalla società per la riduzione delle emissioni. Possono essere espressi in termini percentuali o assoluti. Nella maggior parte dei casi, questi obiettivi rientrano in un piano di sostenibilità a lungo termine che viene revisionato a scadenze prefissate. In questa sezione vengono considerati esclusivamente gli obiettivi esplicitati in forma quantitativa e il loro progresso nel tempo
	Iniziative di riduzione delle emissioni di CO2	Si/no	Qualitativa	Oltre alle iniziative implementate per ridurre le emissioni, sono considerati anche i principali progressi raggiunti dall'implementazione dalle stesse in termini percentuali e/o assoluti
	Policy per il cambiamento climatico	Si/no	Qualitativa	Implementazione di politiche per la lotta al cambiamento climatico. In generale, devono essere espliciti i riferimenti alla volontà dell'organizzazione di migliorare la propria <i>performance</i> ambientale e ridurre l'impatto dell'organizzazione sul clima del pianeta
	Consumo di energia	Consumo totale di energia	GJ	Quantitativa
Consumo di energia da fonti rinnovabili		%	Quantitativa	Energia in termini percentuali proveniente da fonti rinnovabili (eolico, fotovoltaico, idroelettrico ecc.)
Obiettivi di efficientamento energetico		%	Quantitativa	Obiettivi formalmente esplicitati in forma quantitativa, fissati dalla società per l'efficientamento energetico e la riduzione dei consumi di energia. L'efficienza viene generalmente espressa in termini percentuali e può essere calcolata rapportando il consumo ad altre grandezze (come la produzione annuale o il fatturato). Nella maggior parte dei casi, questi obiettivi rientrano in un piano di sostenibilità a lungo termine che viene revisionato a scadenze prefissate monitorando il progresso nel tempo
Acque e rifiuti	Prelievi idrici	Metri cubi	Quantitativa	Prelievi idrici effettuati dalla società e utilizzati per le proprie attività. La quota può essere suddivisa a seconda delle fonti di provenienza (fonti superficiali, acque sotterranee ecc.)
	Scarichi idrici	Metri cubi	Quantitativa	Volume di acqua di scarico eventualmente suddivisa a seconda della destinazione (fognatura, terze parti, fonte superficiale, ecc.)
	Rifiuti totali prodotti	Tonnellate	Quantitativa	Tonnellate annuali di rifiuti (pericolosi e non pericolosi) prodotti dalla società durante il suo ciclo operativo
	Rifiuti pericolosi prodotti	Tonnellate e % sul totale dei rifiuti prodotti	Quantitativa	Tonnellate di rifiuti pericolosi prodotti e relativa percentuale rispetto al totale dei rifiuti prodotti
	Rifiuti non pericolosi prodotti	Tonnellate e % sul totale dei rifiuti prodotti	Quantitativa	Tonnellate di rifiuti non pericolosi prodotti e relativa percentuale rispetto al totale dei rifiuti prodotti
	Rifiuti riciclati	Tonnellate e % sul totale dei rifiuti prodotti	Quantitativa	Tonnellate di rifiuti inviati a riciclo o recupero dalla società e relativa percentuale rispetto al totale dei rifiuti prodotti
Politiche per l'ambiente	Politica di riduzione dei rifiuti	Si/no	Qualitativa	Presenza di un piano di sostenibilità che prevede la riduzione del quantitativo di rifiuti prodotti, quali sono le iniziative collegate a questo piano e quali sono i progressi raggiunti al momento
	Politiche di riciclaggio dei rifiuti e di riutilizzo delle acque e dell'energia	Si/no	Qualitativa	Esistenza di una politica formalizzata per il riciclaggio dei rifiuti (ad esempio in ottica di economia circolare) e di riutilizzo delle acque prelevate con conseguente riduzione degli scarichi idrici. Inoltre viene indagata la presenza di un sistema riconosciuto di gestione dell'energia (ad esempio ISO 50001)
	Politica ambientale	Si/no	Qualitativa	Le azioni in merito di politica ambientale possono rientrare in un piano formalizzato. In vari casi, gli obiettivi di sostenibilità proposti vengono guidati dall'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile. Generalmente la società specifica, per ogni obiettivo, le azioni che intende implementare negli anni di validità del piano
	Supervisione ambientale	Si/no	Qualitativa	Indica se il <i>board/management team</i> della società supervisiona o gestisce rischi legati al clima o altri problemi di sostenibilità, ad esempio attraverso specifici comitati. Inoltre viene valutato il coinvolgimento del <i>board</i> o del <i>management</i> della società nella definizione dei temi materiali

Tabella 3.2

Le metriche della rendicontazione non finanziaria legate alla componente Environmental

**Tabella 3.3**

Le metriche della rendicontazione non finanziaria legate alla componente Social

	Variabile / KPI	Unità di misura	Tipo di variabile	Descrizione
Turnover del personale e diversità di genere	Turnover del personale	%	Quantitativa	Percentuale di dipendenti in entrata e in uscita nell'anno considerato rispetto al totale. È una variabile essenziale per comprendere il ricambio del personale all'interno della società (un turnover troppo elevato può essere sintomo di un contesto lavorativo difficile o penalizzante)
	Numero di dipendenti (totale, full-time e part-time)	Numero	Quantitativa	Numero di dipendenti dell'azienda (questo indicatore può essere ulteriormente dettagliato indicando la suddivisione tra lavoratori con contratto part-time/full time e/o ulteriore grado di dettaglio indicando le mansioni).
	Diversità di genere del personale	%	Quantitativa	Percentuale di donne presente all'interno dell'organico della società, sia rispetto al totale che con riferimento ai contratti part-time e full-time
Sicurezza e formazione	Indice di infortuni	Numero	Quantitativa	Frequenza di infortuni relativi al numero di ore di lavoro del personale
	Formazione del personale	Si/no	Qualitativa	Indica se all'interno della società è presente una politica formale per la formazione del personale (ad esempio se viene allocato tempo specifico per la formazione, se la formazione viene svolta su tematiche materiali per la società, se viene predisposto un budget dedicato ecc.)
	Ore di formazione (totali e pro-capite)	Numero	Quantitativa	Numero di ore di formazione erogate durante l'anno e numero di ore di formazione per dipendente
Salute, sicurezza e politiche sociali	Discriminazione di genere	Si/no	Qualitativa	Viene specificato se la società segue una precisa politica contro la discriminazione di genere e le molestie sessuali. Vengono anche considerati i casi di molestie esplicitati dalla società nel proprio report e la presenza di un comitato atto a valutarne la gravità
	Salute e sicurezza	Si/no	Qualitativa	Viene specificato se la società segue una policy di salute e sicurezza, per esempio aderendo a standard come OHSAS 18001 o il più recente ISO 45001
	Lavoro minorile e forzato	Si/no	Qualitativa	Viene specificato se la società segue una politica contro il lavoro minorile o forzato, per esempio aderendo a standard come quelli promossi da ILO e UNDHR
	Diritti umani	Si/no	Qualitativa	Viene valutata la politica formalizzata dalla società nel rispetto dei diritti umani
	Politica contro la corruzione	Si/no	Qualitativa	Specifica se la società possiede una policy formale a favore della lotta alla corruzione. Vengono anche considerati i casi di corruzione esplicitati dalla società nel proprio report e la presenza di un comitato atto a valutarne la gravità
	Politica per la protezione dei dati del cliente	Si/no	Qualitativa	Viene valutato se all'interno dell'azienda è previsto un sistema di gestione della privacy e di protezione dei dati del cliente (ad esempio quali tipi di elaborazione è consentito svolgere sui dati personali del consumatore e dove questi vengono conservati)
	Politica per l'etica del business	Si/no	Qualitativa	Specifica se la società esplicita una precisa policy per quanto riguarda l'etica del business e la conduzione dello stesso nel rispetto delle leggi, della concorrenza e della società

**Tabella 3.4**

Le metriche della rendicontazione non finanziaria legate alla componente Governance

	Variabile / KPI	Unità di misura	Tipo di variabile	Descrizione
Board issues	Diversità di genere del CDA	%	Quantitativa	Percentuale di donne nel consiglio d'amministrazione della società.
	Percentuale di membri indipendenti del CDA	%	Quantitativa	Percentuale di membri indipendenti nel consiglio d'amministrazione della società.
	Incentivi e remunerazione collegata alla performance ESG	Si/no	Qualitativa	Viene specificato se gli executive sono formalmente incentivati a raggiungere obiettivi legati alla sostenibilità, in particolare, se la loro remunerazione variabile dipende da tematiche ESG
Etica del business e reporting	Codice di condotta dei fornitori	Si/no	Qualitativa	Viene specificato se ai fornitori è richiesto di sottoporsi ad uno specifico codice di condotta basato anche sul rispetto della responsabilità ambientale e sociale. Oltre a ciò viene tenuto in considerazione il metodo di valutazione della società sui propri fornitori e se esso stesso è basato su obiettivi ESG
	Etica e anticorruzione	Si/no	Qualitativa	Questa sezione stabilisce se il sistema di governance della società prevede un sistema di prevenzione della corruzione degli executive
	Privacy dei dati	Si/no	Qualitativa	Si specifica se la società possiede un sistema di privacy e di protezione dei dati. Inoltre, verifica se il sistema stesso è conforme o ha intenzione di conformarsi al GDPR
	Reporting di sostenibilità	Si/no	Qualitativa	Specifica se la società pubblica regolarmente un bilancio di sostenibilità (DNF). La dichiarazione non finanziaria può essere un documento specifico o all'interno del bilancio annuale
	Revisione del documento di sostenibilità	Si/no	Qualitativa	Specifica se il bilancio di sostenibilità pubblicato dalla società è stato certificato da una società di revisione esterna

Variabile / KPI	Unità di misura	Tipo di variabile	Descrizione
UN Global Compact	Si/no	Qualitativa	Si verifica se la società abbia aderito e sottoscritto l'accordo e la sua firma sia quindi presente nel database dell'UNGC (si veda il Capitolo 1)
SDGs	Si/no	Qualitativa	Si verifica se la società abbia aderito agli SDGs di Agenda 2030 (si veda il Capitolo 1) e li stia utilizzando come linee guida per orientare le proprie azioni e i propri piani in termini di sostenibilità.
ISO 14001	Si/no	Qualitativa	La norma definisce i requisiti dei sistemi di gestione ambientali delle organizzazioni. La decisione di farsi certificare è a discrezione delle società
ISO 50001	Si/no	Qualitativa	La norma specifica i requisiti per creare, avviare, mantenere e migliorare un sistema di gestione dell'energia. L'obiettivo della norma è quello di perseguire l'efficienza energetica delle organizzazioni. La decisione di farsi certificare è a discrezione delle società
ISO 45001	Si/no	Qualitativa	La norma ISO 45001 specifica i requisiti per un sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro. Questa norma costituisce il superamento della precedente OHSAS 18001. La decisione di farsi certificare è a discrezione delle società
ISO 9001	Si/no	Qualitativa	La norma ISO 9001 definisce i requisiti di un sistema di gestione per la qualità per varie aree di un'organizzazione. La decisione di farsi certificare è a discrezione delle società
GRI Standard	Si/no	Qualitativa	Aderenza alle linee guida dei GRI Standards che ad oggi costituiscono lo standard più diffuso in materia di rendicontazione non finanziaria
CDP (Carbon Disclosure Project)	Si/no	Qualitativa	Le aziende che si sottopongono a valutazione da parte del CDP ricevono uno score in base alla loro performance in termini di apporto alla lotta contro il cambiamento climatico
CSR Manager	Si/no	Qualitativa	Indica la presenza di un CSR Manager nell'organico. Questa figura si occupa della responsabilità ambientale e sociale dell'impresa: il suo ruolo è quello di aiutare la società nel suo processo di innovazione sostenibile

Tabella 3.5

Le metriche della rendicontazione non finanziaria legate a certificazioni e adesioni a protocolli

percentuale è rispettivamente uguale al 75,2% e al 72,0% se si analizzano separatamente le società che appartengono al settore manifatturiero e quelle che appartengono al settore *energy & utilities*. Grande attenzione viene data soprattutto alla componente sociale (le società del campione hanno divulgato in media l'88,0% dei parametri mappabili), seguita da quella ambientale (70,9%) e da quella di *governance* (67,2%). Queste percentuali possono essere in parte giustificate dalla diversa tipologia di dati che interessano le varie aree del *framework*. La componente ambientale e quella di *governance* sono infatti quelle che coinvolgono la maggioranza dei dati quantitativi mappabili dal modello proposto. Al contrario, la maggior parte delle informazioni di tipo sociale comprende variabili qualitative; in tal caso è complesso reperire dati quantitativi che testimonino un eventuale impegno o che aiutino nel comprendere quanto una *policy* sia più o meno strutturata. Risulta interessante sottolineare come non vi sia una differenza statistica significativa tra le medie riportate in Figura 3.1. L'unica componente che offre uno spunto di riflessione è quella ambientale (E) per la quale la differenza in termini di variabili divulgate è pari al

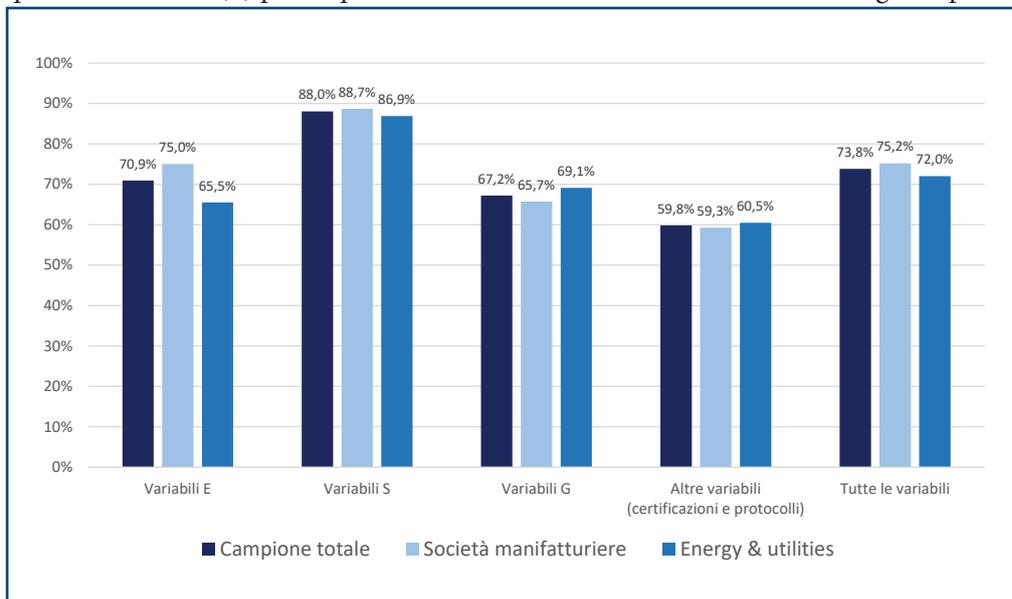


Figura 3.1

Percentuale media di copertura delle metriche ESG attuata nelle rendicontazioni non finanziarie del 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

9,5% a favore del settore manifatturiero le cui società sembrerebbero essere più virtuose almeno in termini di quantità delle variabili comunicate nei propri *report* rispetto alle aziende energetiche e alle *utilities*. In generale si può evidenziare che le percentuali sono elevate e che c'è grande attenzione da parte delle società quotate *mid-cap* e *small-cap* nel divulgare la maggior quantità di dati e informazioni possibili in merito ai propri piani e alle proprie strategie di sostenibilità.

Analizzando in maniera più approfondita i parametri mappati per ogni singola componente ESG è possibile effettuare una prima selezione delle pratiche virtuose e delle possibilità di miglioramento in termini di *disclosure*. La Tabella 3.6 evidenzia che nel 2019 la maggior parte delle società in entrambi i settori individuati diffonde pubblicamente informazioni riguardo alle proprie emissioni (100% nel caso della tipologia Scope 1 e 95,2% per la tipologia Scope 2), ai propri consumi di energia (95,2%), ai prelievi idrici effettuati (81,0%) e ai rifiuti prodotti dai processi produttivi (90,5%). Vi è inoltre grande attenzione nella divulgazione di informazioni riguardanti la componente sociale come quelle relative alla diversità di genere all'interno della forza lavoro (100%), al tasso di infortuni (85,7%) e al numero di ore di formazione erogate durante l'anno (85,7%). Tutte le società del campione hanno pubblicato dati relativi alla composizione e alla *diversity* del proprio *board* (100%), così come la percentuale di membri indipendenti (100%). Infine, il 100% delle imprese nel campione ha pubblicato un *report* conforme con le regole stabilite da GRI.

**Tabella 3.6**  
Percentuale media di copertura delle metriche ESG attuata nelle rendicontazioni non finanziarie del 2019: dettaglio per le diverse metriche. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

Area	Metrica	Imprese manifatturiere	Energy & utilities	Campione totale
E Emissioni e cambiamento climatico	Emissioni di CO2 - Scope 1	100%	100%	100%
	Emissioni di CO2 - Scope 2	100%	88,9%	95,2%
	Emissioni di CO2 - Scope 3	33,3%	22,2%	28,6%
	Obiettivi di riduzione emissioni di CO2	33,3%	33,3%	33,3%
	Iniziative di riduzione emissioni di CO2	100%	66,7%	85,7%
	Policy per il cambiamento climatico	75,0%	55,6%	66,7%
E Consumo di energia	Consumo totale di energia	100%	88,9%	95,2%
	Consumo di energia da fonti rinnovabili	58,3%	44,4%	52,4%
	Obiettivi di efficientamento energetico	25,0%	22,2%	23,8%
E Acque e rifiuti	Prelievi idrici	83,3%	77,8%	81,0%
	Scarichi idrici	41,7%	33,3%	38,1%
	Rifiuti totali prodotti	91,7%	88,9%	90,5%
	Rifiuti pericolosi prodotti	91,7%	88,9%	90,5%
	Rifiuti non pericolosi prodotti	91,7%	88,9%	90,5%
	Rifiuti riciclati	75,0%	66,7%	71,4%
E Politiche per l'ambiente	Politica di riduzione dei rifiuti	50,0%	33,3%	42,9%
	Politica ambientale	100%	88,9%	95,2%
	Politiche di riciclaggio dei rifiuti e di riutilizzo delle acque e dell'energia	91,7%	66,7%	81,0%
	Supervisione ambientale	83,3%	88,9%	85,7%
S Turnover del personale e diversità di genere	Turnover del personale	58,3%	100%	76,2%
	Numero di dipendenti (totale)	100%	100%	100%
	Diversità di genere (totale)	100%	100%	100%
	Numero di dipendenti ( <i>full time</i> )	91,7%	88,9%	90,5%
S Sicurezza e formazione	Diversità di genere ( <i>full time</i> )	83,3%	88,9%	85,7%
	Numero di dipendenti ( <i>part time</i> )	91,7%	88,9%	90,5%
	Diversità di genere ( <i>part time</i> )	83,3%	88,9%	85,7%
	Tasso di infortuni	91,7%	77,8%	85,7%
	Politica per la formazione	100%	77,8%	90,5%
	Ore di formazione (totali e pro capite)	91,7%	77,8%	85,7%

Tabella 3.6  
(continua)

Area	Metrica	Imprese manifatturiere	Energy & utilities	Campione totale
S Salute, sicurezza e politiche sociali	Discriminazione di genere	91,7%	100%	95,2%
	Salute e sicurezza	83,3%	100%	90,5%
	Lavoro minorile e forzato	100%	44,4%	76,2%
	Diritti umani	100%	88,9%	95,2%
	Policy contro la corruzione	91,7%	100%	95,2%
	Policy per la protezione dati del cliente	58,3%	66,7%	61,9%
	Policy per l'etica del business	91,7%	88,9%	90,5%
G Board issues	Diversità di genere del CDA	100%	100%	100%
	Percentuale di membri indipendenti	100%	100%	100%
	Incentivi e remunerazione legata a ESG	25,0%	55,6%	38,1%
G Etica del business e reporting	Codice di condotta dei fornitori	91,7%	88,9%	90,5%
	Etica e anticorruzione	16,7%	22,2%	19,0%
	Privacy dei dati	75,0%	77,8%	76,2%
	Reporting di sostenibilità	100%	100%	100%
	Revisione documento di sostenibilità	91,7%	88,9%	90,5%
Certificazioni e adesioni a protocolli	UN Global Compact	33,3%	44,4%	38,1%
	SDGs	75,0%	88,9%	81,0%
	ISO 14001	91,7%	77,8%	85,7%
	ISO 50001	33,3%	33,3%	33,3%
	ISO 45001	50,0%	44,4%	47,6%
	ISO 9001	83,3%	55,6%	71,4%
	GRI	100%	100%	100%
	CDP	41,7%	55,6%	47,6%
	CSR Manager	25,0%	44,4%	33,3%

I risultati della mappatura evidenziano tuttavia anche importanti aree di miglioramento sulle quali le società dovrebbero concentrarsi in futuro e, più in generale, mette in luce alcune delle ombre che rimangono nel processo di rendicontazione di questi dati. Ad esempio, solamente il 28,6% del campione ha diffuso informazioni sul quantitativo di emissioni di tipologia Scope 3 prodotte durante il 2019. Questo non è giustificabile dalla scelta operata in fase di selezione delle società da includere nello studio, dato che si tratta di aziende non finanziarie che operano in settori dove la componente ambientale è strettamente materiale e la cui completa rendicontazione è quindi particolarmente importante. Il motivo di queste omissioni è probabilmente da ricercarsi nella difficoltà e dell'elevato costo (anche in termini di lunghezza stessa del processo di raccolta dati) che una mappatura di questo tipo implica. Tuttavia, le lacune più importanti evidenziate per la componente ambientale riguardano la mancanza di chiari *target* quantitativi per la riduzione delle emissioni e per l'efficientamento energetico. La maggior parte delle società ha messo in atto iniziative in entrambi i campi di applicazione menzionati, tuttavia in poche (33,3% per le emissioni e 23,8% per l'efficientamento energetico) hanno effettivamente stabilito dei chiari e precisi obiettivi in merito, associandoli a scadenze temporali nel breve e lungo periodo. Ciò potrebbe sollevare dei dubbi riguardo all'effettiva implementazione delle iniziative di sostenibilità, che senza dei chiari parametri con i quali misurarne la bontà potrebbero essere percepite esclusivamente come tentativi di *greenwashing*. In merito a questo, è interessante sottolineare come la maggior parte delle mancanze evidenziate dalla mappatura sia legata alla componente ambientale.

Altro importante aspetto da evidenziare riguarda la componente di *governance* e in particolare il fatto che solo il 38,1% del campione abbia effettivamente legato le proprie politiche di incentivazione e remunerazione anche alle variabili ESG, mentre appena un terzo delle società analizzate disponga di un CSR Manager preposto per la supervisione e l'implementazione dei piani di sostenibilità. Sembrerebbe quindi che, nonostante molte

società decidano di implementare delle strategie ESG, manchino ancora dei veri e propri ruoli manageriali e di collegamento predisposti con lo scopo di verificarne l'andamento con frequenze ottimali, lasciando questo compito perlopiù nelle mani del Consiglio di Amministrazione. Inoltre, nella maggior parte dei casi sembrerebbero mancare dei veri e propri incentivi volti a remunerare i membri del *board* e i *manager* a seconda delle *performance* ambientali e sociali raggiunte. Questo potrebbe alimentare i dubbi di investitori e *stakeholder* in merito all'effettivo impegno nei confronti della sostenibilità. Sembrerebbe infatti che nonostante le società stiano diventando molto virtuose e trasparenti relativamente alla quantità e alla qualità dei dati divulgati all'esterno, abbiano invece ancora problemi a legare queste iniziative a obiettivi e remunerazioni interne e più in generale alla strategia aziendale di lungo periodo.

Non si evidenziano particolari differenze significative nei due macro-settori individuati, eccezion fatta per parametri come la presenza di iniziative per la riduzione delle emissioni e di *policy* per la lotta al lavoro minorile (dove sembrerebbe che il settore manifatturiero mostri pratiche decisamente più virtuose, almeno a livello di *disclosure*) o il *turnover* del personale (dove invece sembrerebbe che sia il settore Energy & Utilities a comportarsi in maniera più trasparente).

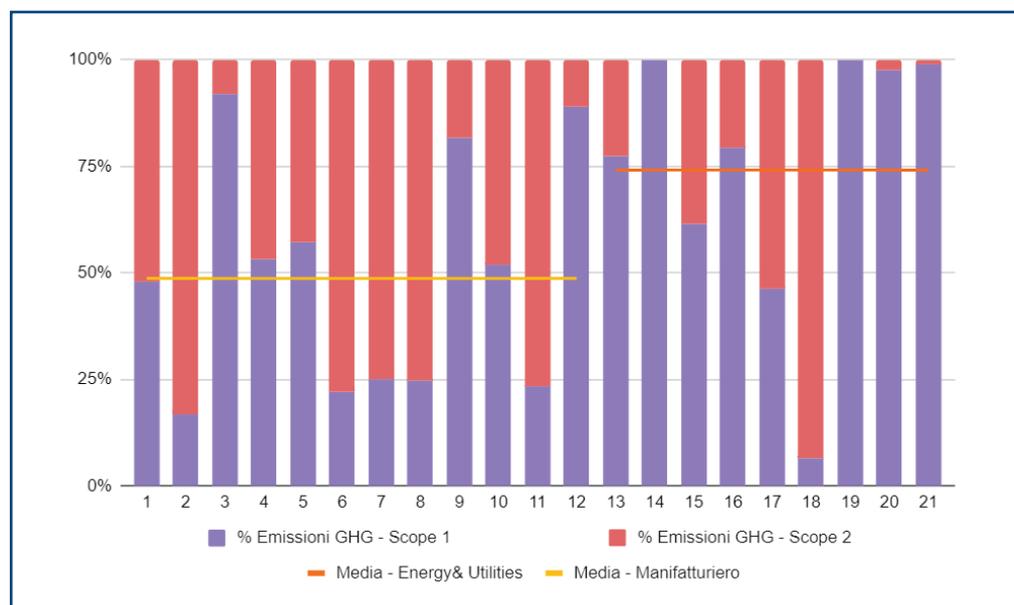
### Le metriche Environmental (E)

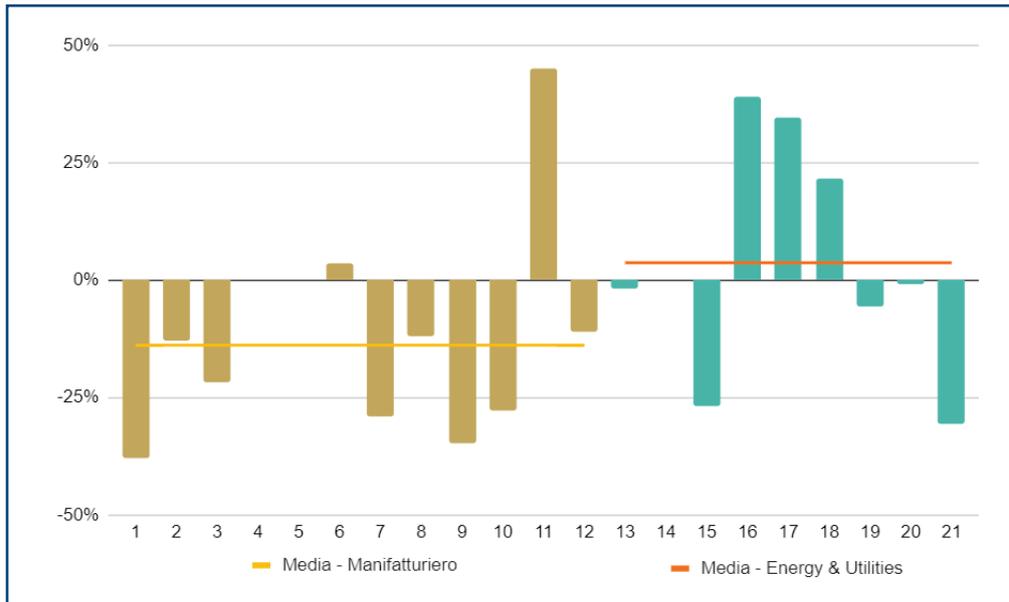
Entriamo ora nel merito delle informazioni raccolte per ogni società, partendo dalla categoria Environmental. Per apprezzare le dinamiche di miglioramento nell'ultimo triennio, le informazioni raccolte per il 2019 sono state confrontate per tutte le aziende del campione con i dati relativi al 2017 e al 2018.

Uno dei parametri più importanti in questo ambito è la quantità di emissioni di anidride carbonica, definita secondo gli *standard* Scope 1 e 2 del Protocollo di Kyoto<sup>1</sup>. In particolare, in Figura 3.2 è possibile osservare per ogni società del campione la composizione delle emissioni per il 2019, suddivisa fra Scope 1 e Scope 2. In particolare, risulta immediato vedere che il settore Energy & Utilities abbia prodotto (in percentuale) molte più emissioni di tipo Scope 1, mentre il settore manifatturiero, in media, si è mantenuto su un buon bilanciamento tra i due tipi di emissioni. La differenza tra le due medie è spiegabile considerando gli specifici modelli di *business* e il metodo di calcolo delle emissioni Scope 1 e 2. Gran parte delle società nel settore Energy & Utilities si concentra, infatti sulla produzione di energia e questi particolari *business* risentono necessariamente meno della componente Scope 2 e molto di più di quella Scope 1 (ovvero quella connessa alle emissioni dirette generate dalla produzione di energia tramite combustibili fossili). Non è identificabile all'interno del campione un vero e proprio *trend* riguardante la

<sup>1</sup> Non sono stati inclusi dati relativi alle emissioni Scope 3 visto la scarsità di dati pubblicati a riguardo. Per un approfondimento sulle definizioni degli *standard* si veda: <https://ec.europa.eu/environment/eussd/pdf/Deliverable.pdf>

**Figura 3.2**  
Percentuale delle emissioni di anidride carbonica, per categoria Scope 1 e Scope 2.  
Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana



**Figura 3.3**

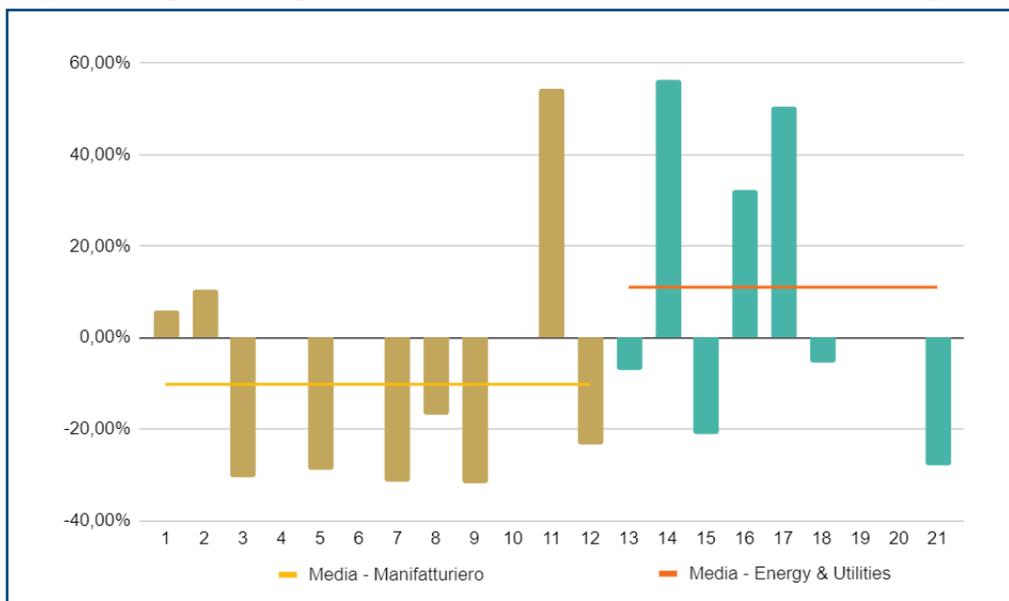
Rapporto fra emissioni di anidride carbonica e EBITDA: crescita percentuale dal 2017 al 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

crescita o la decrescita delle emissioni; tuttavia, come è possibile verificare dalla Figura 3.3, si può osservare che fra il 2017 e il 2019 il rapporto fra emissioni e EBITDA delle 21 aziende è spesso in decrescita. Una buona parte di questo risultato è comunque dovuto più all'incremento dei margini operativi che alla riduzione delle emissioni.

Una considerazione simile può essere fatta anche per quanto riguarda i consumi complessivi di energia (si veda la Figura 3.4). Anche in questo caso, guardando ai valori assoluti e alla dinamica nel periodo 2017-2019, non è possibile stabilire se sia in corso un effettivo *trend* di miglioramento, ovvero se le società si stiano realmente impegnando nella direzione dell'efficientamento energetico delle *operations*, vista l'eterogeneità dei risultati. Il fatto che sia la componente di consumi energetici che quella di emissioni rapportate all'EBITDA stiano decrescendo per il settore manifatturiero è comunque un elemento positivo.

Come già anticipato dalla Tabella 3.6, solamente una parte delle società ha effettivamente diffuso dei dati quantitativi in merito alla componente di energia utilizzata proveniente da fonti rinnovabili. Come è possibile osservare dalla Figura 3.5, sembrerebbe che, a parte rari casi di società più virtuose sotto questo aspetto, il campione si trovi ancora in ritardo nell'adozione di fonti energetiche alternative, sebbene si possa individuare un *trend* di miglioramento nell'ultimo triennio.

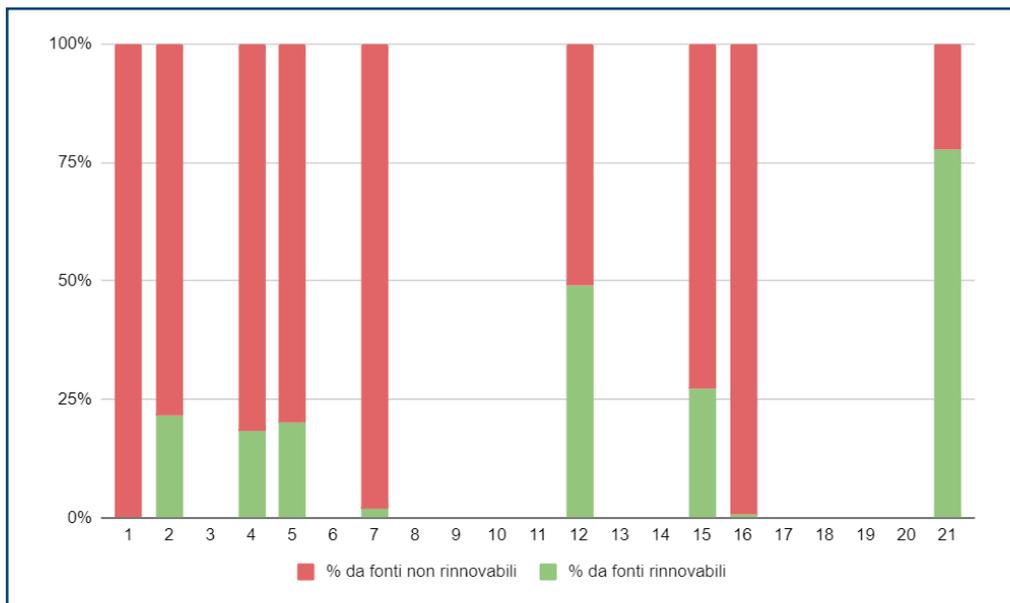
Rispetto alla quantità di prelievi idrici effettuati va sottolineato che le attività operative

**Figura 3.4**

Rapporto fra consumo complessivo di energia e EBITDA: crescita percentuale dal 2017 al 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

**Figura 3.5**

Percentuale di energia prodotta da fonti rinnovabili rispetto all'energia consumata totale. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana



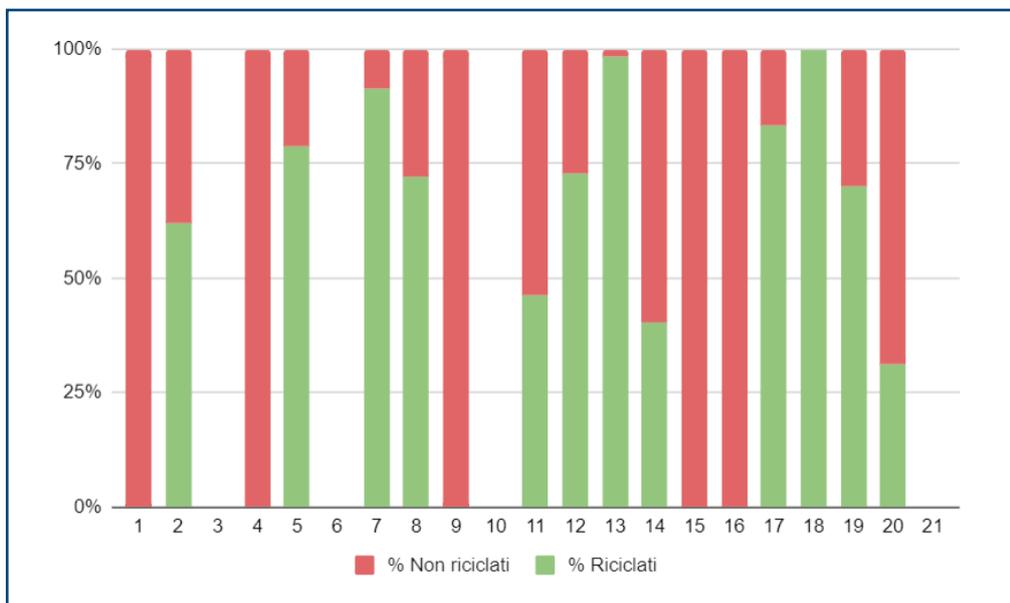
nei settori considerati sono abbastanza eterogenee; un confronto sui valori assoluti è quindi poco significativo mentre se guardiamo alla variazione da un anno all'altro nei consumi osserviamo una riduzione per 9 imprese e un aumento per 5 casi.

Considerando invece la percentuale di riciclaggio dei rifiuti, alcune emittenti si dimostrano particolarmente virtuose. In generale ben l'81% del campione dichiara di avere implementato delle *policy* formali in azienda; inoltre, come evidenzia la Figura 3.6, nel 2019 ben 9 società sulle 17 per le quali queste informazioni sono state rese disponibili hanno effettivamente riciclato più del 50% dei rifiuti prodotti.

Per quanto riguarda le *policy* e le certificazioni in campo ambientale, come già anticipato in precedenza dai dati della Tabella 3.6, sembrerebbe che le aziende del campione abbiano ancora difficoltà nel definire delle strategie codificate e nell'adozione di certificazioni esterne. Questo è osservabile considerando che l'85,7% del campione implementa iniziative di riduzione delle emissioni ma solo il 33,3% ha dei chiari obiettivi fissati a riguardo. Un dato positivo è che l'85,7% delle emittenti ha implementato una qualsivoglia forma di supervisione della *policy* aziendale in merito a temi ambientali. Solitamente l'organo di supervisione si trova all'interno del comitato controllo e rischi e solo in pochissimi casi è presente all'interno del CDA un comitato dedicato (questo avviene più che altro per le aziende a capitalizzazione maggiore). Infine, il fatto che solo il 33,3% del campione abbia ottenuto la certificazione ISO 50001 (ovvero il nuovo *standard* per i sistemi di cer-

**Figura 3.6**

Percentuale di riciclaggio dei rifiuti prodotti nel 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana



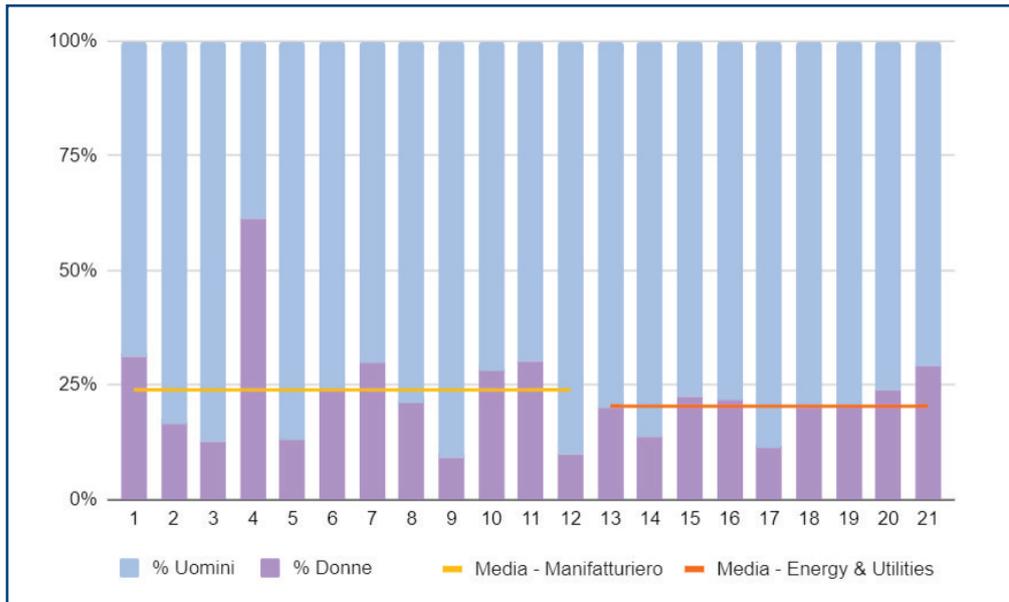


Figura 3.7

Incidenza nelle donne nella forza lavoro. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

tificazione dell'energia), è giustificabile dalla novità della norma stessa, entrata in vigore a fine 2018

### Le metriche Social (S)

La capacità delle aziende quotate di gestire in maniera ottimale le proprie *policy* sociali è essenziale per il successo nel lungo periodo. Una buona *diversity* nella forza lavoro, così come l'implementazione di iniziative a favore del *training* del personale o della salute e sicurezza dei lavoratori sono metodi efficaci per aumentare la *retention* dei talenti, la soddisfazione del personale e, di conseguenza, assicurare un valore futuro anche alla società stessa. A questo proposito, come si può osservare in Figura 3.7, nel 2019 la maggioranza delle società analizzate (15 su 21) ha mantenuto una percentuale di forza lavoro di genere femminile inferiore al 25%. Nel periodo 2017-2019, inoltre, tutte le aziende hanno modificato (in maniera più o meno consistente) la composizione del proprio personale in termini di genere ma non sempre a favore della *gender parity*. In particolare, 11 società su 21 (soprattutto nel settore manifatturiero) hanno aumentato la percentuale di donne rispetto a quella di uomini, mentre le rimanenti hanno mostrato il *trend* opposto. Contribuisce a generare questo dato il fatto che in due aziende del campione che hanno ridotto in maniera consistente la propria forza lavoro nel periodo considerato i

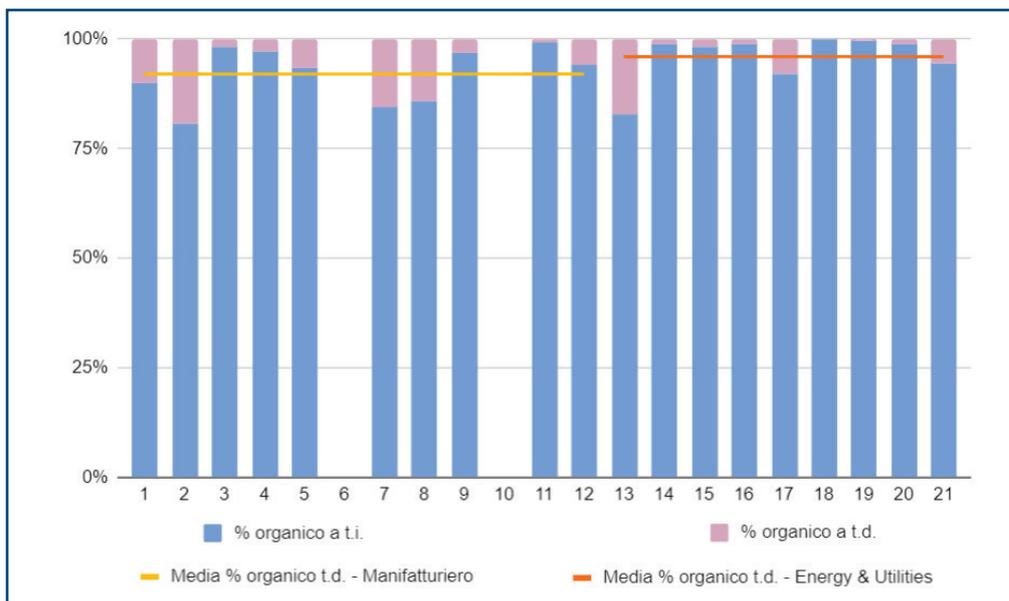
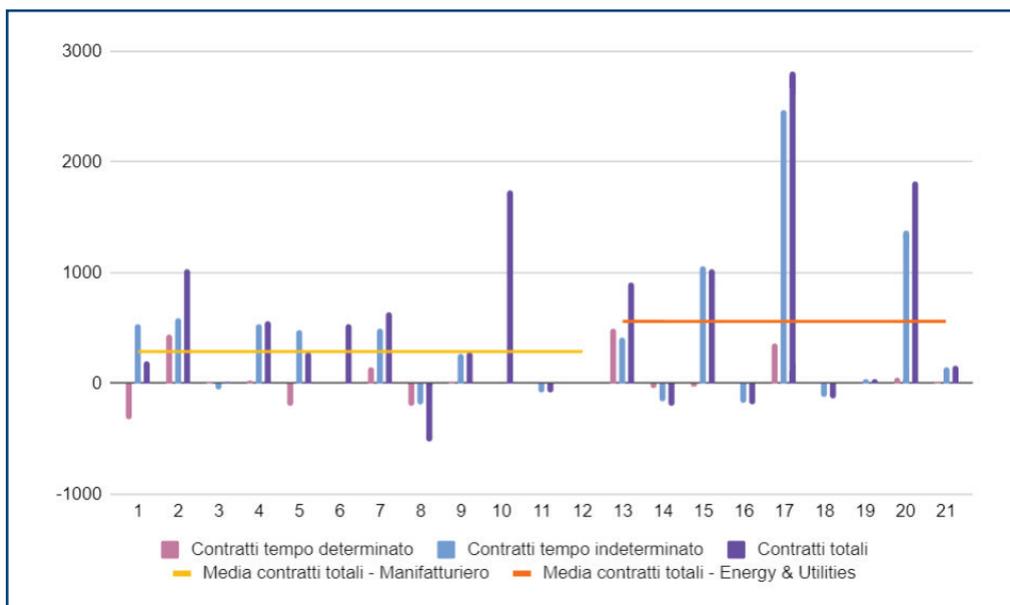


Figura 3.8

Percentuale di posti di lavoro a tempo indeterminato e a tempo determinato. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

**Figura 3.9**

Variatione fra il 2017 e il 2019 del numero di addetti, distinti per tipologia di contratto. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana



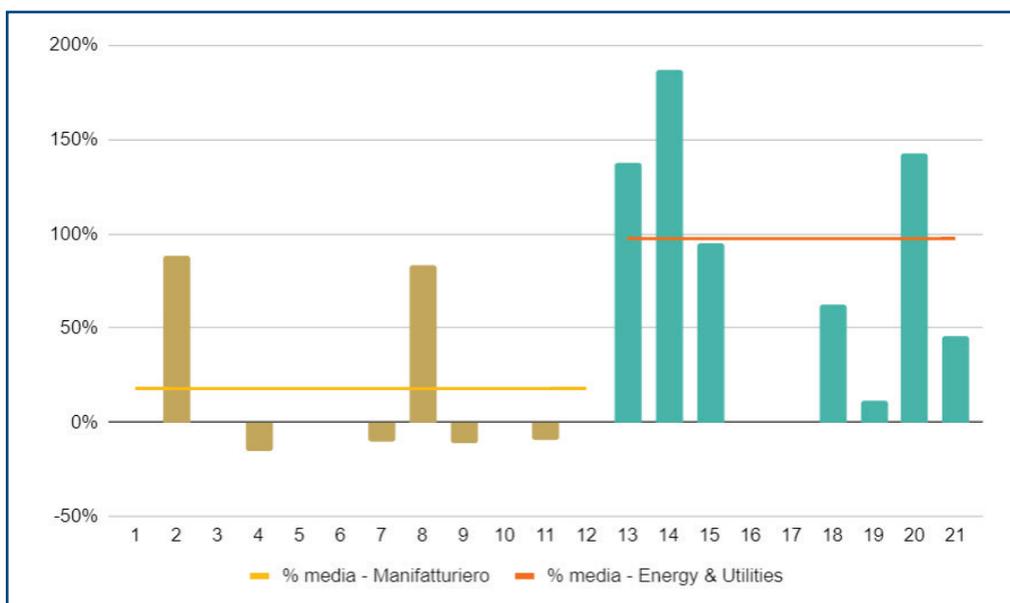
licenziamenti siano sbilanciati pesantemente in direzione della componente femminile. Nonostante, quindi, il 95,2% delle aziende possieda una politica sulla discriminazione di genere e sulla tutela delle pari opportunità, dati alla mano non è evidente uno sforzo corale in tale direzione nel periodo considerato.

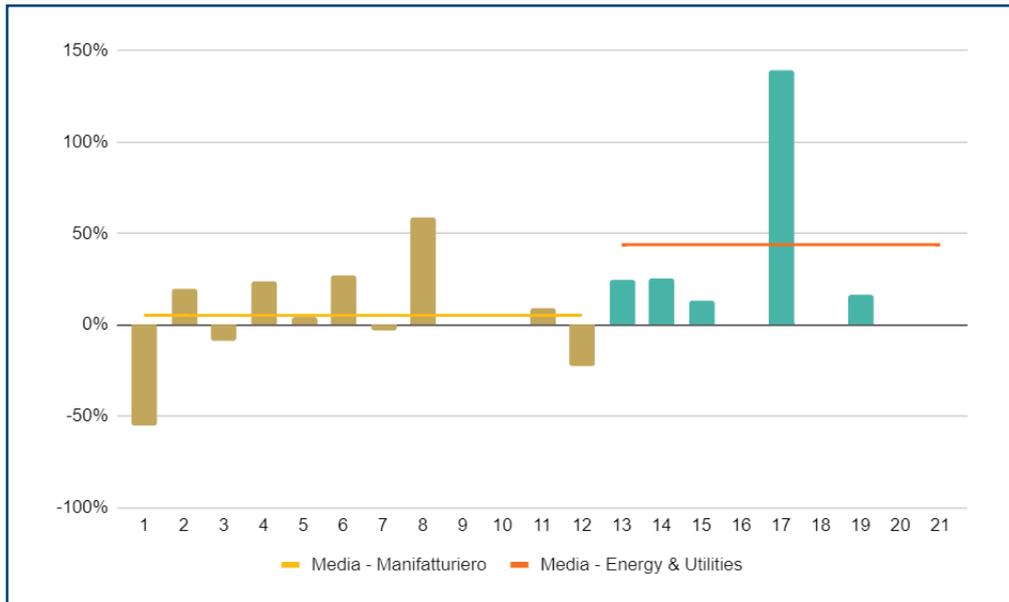
Un altro aspetto interessante riguarda la percentuale di addetti con contratti a tempo determinato e indeterminato nell'organico. Nel 2019, come è possibile osservare in Figura 3.8, le società del campione disponevano di una forza lavoro assunta prevalentemente a tempo indeterminato (la media per il settore manifatturiero è 92% e quella per Energy & Utilities è il 96%). La maggior parte dei contratti di lavoro *part-time* appartiene a dipendenti di genere femminile.

La Figura 3.9 ci mostra la variazione dell'organico fra il 2017 e il 2019, in valore assoluto, sempre distinguendo fra tempo indeterminato e tempo determinato. Per 10 società sulle 21 analizzate l'incremento dei posti a tempo indeterminato è stato superiore a quello dei posti a tempo determinato. Purtroppo non è possibile valutare il tasso di conversione da un contratto all'altro. In altre parole non è possibile stabilire se l'incremento dei contratti di lungo termine sia avvenuto con l'inserimento di nuovi addetti oppure con la conversione di contratti a tempo determinato in contratti a tempo indeterminato. A nostro avviso questo dato è essenziale per giudicare il comportamento delle aziende in termini di reclutamento e *retention* della forza lavoro.

**Figura 3.10**

Incremento percentuale del tasso di *turnover* del personale dal 2017 al 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana



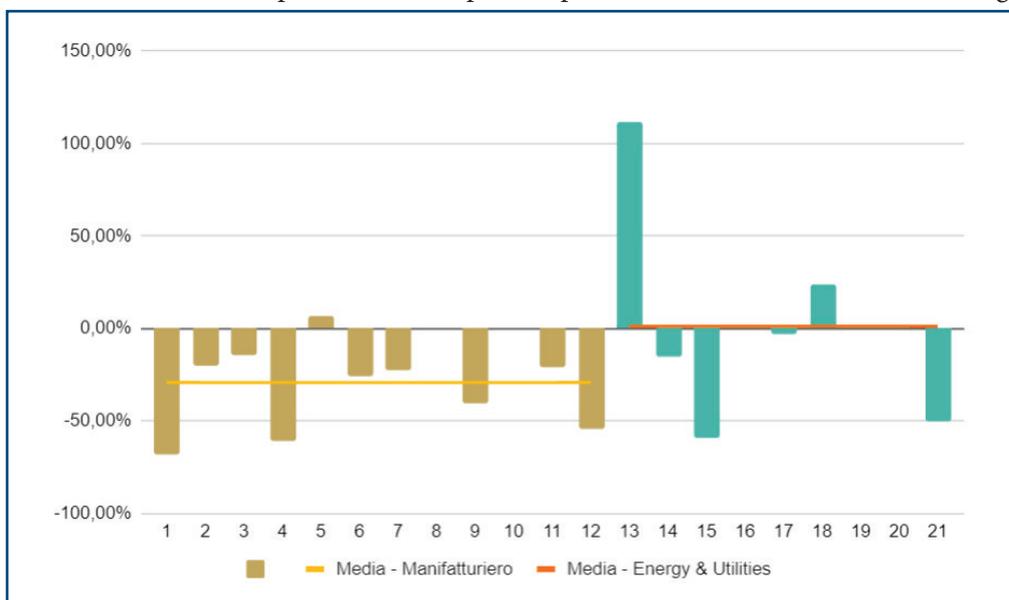
**Figura 3.11**

Crescita percentuale delle ore pro-capite dedicate alla formazione, fra il 2017 e il 2019.

Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

Per quanto riguarda il *turnover* del personale, per le aziende che hanno reso disponibile questo dato si riscontra in media una crescita del fenomeno fra il 2017 e il 2019, soprattutto per il comparto Energy & Utilities (si veda la Figura 3.10). Anche in questo caso però non è spesso comprensibile se ciò sia dovuto ad un ricambio fisiologico del personale, con l'ingresso di giovani e nuovi talenti, piuttosto che alla difficoltà di fidelizzare le risorse umane a causa di condizioni di lavoro non soddisfacenti. Si tratta quindi di un ulteriore elemento che le società quotate potrebbero meglio dettagliare.

La quasi totalità delle società analizzate (90,5%) possiede una *policy* esplicita per la formazione, che prevede un *budget* di ore dedicate al *training* del personale e precise tematiche alle quali destinare questa formazione in funzione della posizione ricoperta nell'organico. In media, nel 2019, la maggior parte delle aziende ha riservato un *budget* pro capite per la formazione compreso tra le 10 e le 20 ore (la media è 18 ore per le aziende manifatturiere e 24,5 per le *utilities* e il comparto dell'energia). Solo 6 aziende nel campione superano le 20 ore, in particolare laddove ciò è richiesto per gestire nella maniera più sicura i macchinari e gli impianti. Nel periodo 2017-2019, come evidenzia la Figura 3.11, 11 fra le 18 aziende che hanno diffuso informazioni sulle ore di formazione dedicate hanno evidenziato un *trend* di crescita positivo. Il dato è positivo ma i valori dei singoli anni sono abbastanza variabili. Questo potrebbe essere legato al fatto che, nonostante le società affermino di implementare una politica per la formazione con obiettivi di lungo

**Figura 3.12**

Incremento percentuale del tasso di infortuni dal 2017 al 2019.

Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

termine, esse stiano invece semplicemente decidendo anno per anno (e a seconda delle necessità) quanto fare formazione e su quale classe di lavoratori indirizzarla.

Ultima componente, ma non per questo meno importante che è interessante evidenziare per le variabili appartenenti alla sfera sociale riguarda il tasso di infortuni aziendale. A questo proposito, nel periodo 2017-2019, questo si è mantenuto su livelli contenuti per tutte le società analizzate; inoltre, come è possibile vedere dalla Figura 3.12, per la grande maggioranza delle aziende per le quali il dato è disponibile il dato è diminuito nel periodo considerato, soprattutto nel comparto manifatturiero. Risultati invece più eterogenei contraddistinguono il comparto Energy & Utilities. Il dato complessivo suggerisce un buon impegno a favore della salute e della sicurezza dei lavoratori, una *policy* che a livello aziendale viene prevista esplicitamente dal 90,5% del campione.

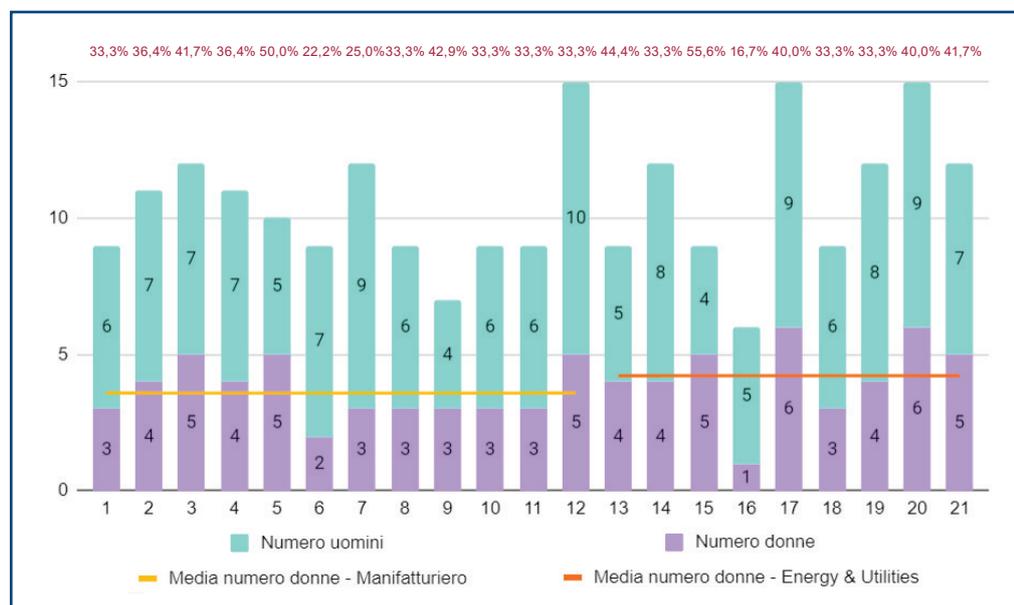
Riprendendo i dati di sintesi della Tabella 3.6, un aspetto critico riguarda l'implementazione di *policy* formalizzate a favore della protezione dei dati del cliente. In questo caso, solo il 61,9% del campione si è dimostrato sensibile al tema. Può risultare censurabile il fatto che solo il 47,6% delle società scelte abbia fino ad ora ottenuto la certificazione ISO 45001 relativa alla salute e sicurezza dei lavoratori, ma occorre ricordare come questo *standard* sia entrato in vigore solamente da pochi anni

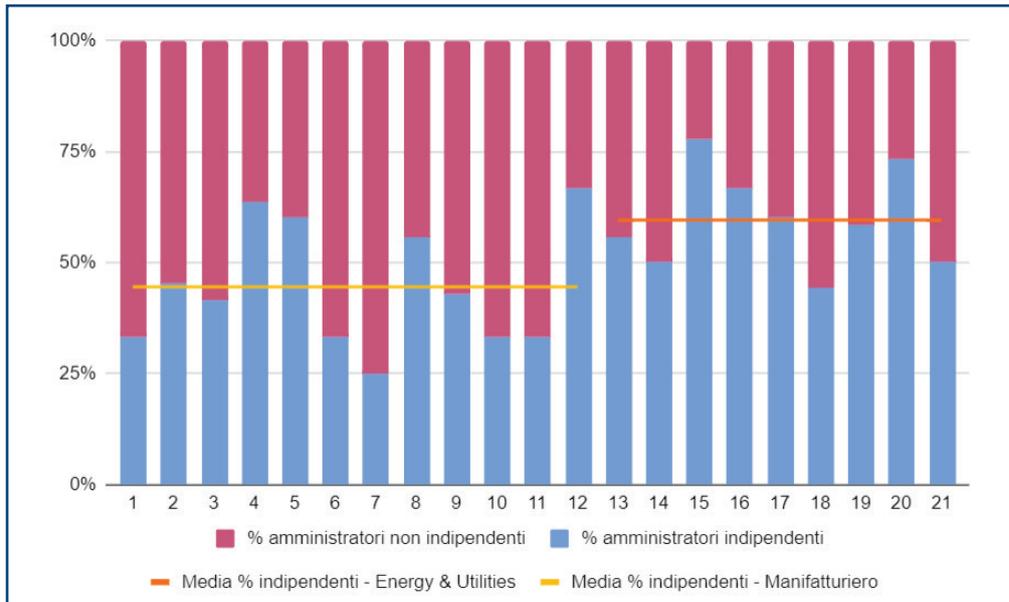
### Le metriche Governance (G)

Le variabili quantitative più rilevanti per la Governance riguardano la composizione del *board* in termini di *gender diversity* e percentuale di membri indipendenti. Per quanto riguarda il primo di questi due parametri, è possibile osservare dalla Figura 3.13 come la composizione dei consigli di amministrazione a fine 2019 rimanga ancora a maggioranza prevalentemente maschile per quasi tutte le società analizzate (solamente 2 su 21 hanno raggiunto o superato la quota del 50% in merito alla presenza di consiglieri di genere femminile). In particolare, la percentuale di donne è generalmente compresa tra il 25% e il 50% (solamente in rari casi scende sotto il 25% e in diversi è esattamente pari a un terzo). Questo risultato, se raffrontato al passato, evidenzia un buon progresso soprattutto per le aziende manifatturiere; infatti, nel periodo 2017-2019, 8 società su 21 hanno aumentato il numero di donne nel CDA, 12 hanno mantenuto invariata la propria composizione e solamente una delle società ha diminuito la propria *board diversity*. A titolo di raffronto, una recente ricerca di IR TOP mostra che il 39% delle società quotate su AIM Italia non possiede alcun consigliere di genere femminile all'interno del *board*. Passando invece alla quota di membri indipendenti all'interno dei consigli di amministrazione, si nota dalla Figura 3.14 come, per questo parametro, le percentuali siano decisamente alte. Per quasi la metà delle società scelte (10 su 21) la percentuale di membri

**Figura 3.13**

Composizione del CDA: uomini e donne. Viene riportata in alto la percentuale di componenti di sesso femminile. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana





**Figura 3.13**  
Percentuale di amministratori indipendenti nel CDA. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

indipendenti, supera addirittura quella di membri non indipendenti. I valori medi per il 2019 sono 44,5% per il comparto manifatturiero e 59,6% per Energy & Utilities.

Nel periodo 2017-2019 sono state 7 le emittenti che hanno aumentato la propria percentuale di membri indipendenti rispetto al totale mentre solo in un caso si è avuto una riduzione. Anche in questo caso il settore Energy & Utilities è quello che ha dimostrato una maggiore virtuosità.

Oltre alle *policy* già menzionate, è opportuno sottolineare come nel 2019 il 90,5% delle società disponga di un codice di condotta dei fornitori che tiene anche conto di variabili relative alla sostenibilità ambientale e sociale. Inoltre, il 71,4% delle società ha effettivamente ottenuto la certificazione ISO 9001 per i sistemi di gestione della qualità. In termini di crescita nel periodo 2017-2019, non si notano particolari differenze tra i vari settori in termini di evoluzione; tuttavia appare chiaro che il 2018 (anno in cui la normativa sulla rendicontazione non finanziaria è effettivamente entrata in vigore a livello europeo) sia stato l'anno di svolta.

### Le metriche sui Sustainable Development Goals (SDGs)

Nei *report* di sostenibilità relativi al 2019, la maggior parte delle società nel campione (81,8%) ha evidenziato l'impegno per il raggiungimento dei Sustainable Development Goals (SDGs), sottolineando il collegamento tra le proprie iniziative di sostenibilità e i 17 obiettivi dell'Agenda 2030. In generale, le classi di SDGs più enunciate all'interno delle DNF sono state quella economica e quella ambientale. In media, almeno uno degli obiettivi legati a questi due pilastri compare rispettivamente nel 53,4% e nel 53,6% dei report pubblicati. Seguono poi il pilastro sociale (38,1%) e quello di *governance* (28,6%). In ordine decrescente, gli obiettivi più ricorrenti all'interno delle *disclosure* sono stati: 12- Consumo e produzione responsabile (76,2%); 13 - I cambiamenti del clima (71,4%); 7 - Energia pulita e accessibile (66,7%); 8 - Lavoro dignitoso e crescita economica (66,7%); 4 - Educazione paritaria e di qualità (61,9%); 9 - Industria, innovazione e infrastruttura (61,9%); 3 - Buona salute e benessere per le persone (52,4%) e 5 - Parità di genere (52,4%). Una disparità marcata tra l'adesione di una società quotata a uno specifico SDG e quella relativa alla presenza di una *policy* direttamente legata a quell'obiettivo potrebbe essere sintomo di una omissione di legame causale importante tra quelli che sono gli obiettivi preposti e le effettive iniziative implementate. In particolar modo, un investitore attento dovrebbe verificare se nel giro di qualche anno, la società sia in grado di trasformare un impegno adottato in una vera e propria *policy* a riguardo. Ad esempio, evidenziamo che il 77,8% delle società appartenenti al settore Energy & Utilities avesse sottolineato il proprio impegno verso la lotta al cambiamento climatico, ma solo il 55,6% di queste nel

2019 possedesse effettivamente una *policy* adeguata in merito. Lo stesso è evidenziabile (per entrambi i settori), se si tiene conto della volontà delle aziende di utilizzare energia proveniente da fonti rinnovabili. A titolo esemplificativo, sebbene il 66,7% delle società abbia sottolineato l'importanza di questo SDG, nel 2019 solo il 52,4% del campione ha inserito nella propria DNF la percentuale di energia utilizzata proveniente da fonti rinnovabili.

Il fatto che le aziende del campione dedichino più attenzione ad alcuni SDGs rispetto ad altri potrebbe essere legato al diverso grado di materialità (ovvero di importanza) percepita per ogni tematica. Facendo riferimento allo studio effettuato da Corporate Citizenship (2016) per Global Commission on Business and Sustainable Development sono stati identificati, fra i 17 SDGs, quelli ritenuti più rilevanti per le aree di *business* identificate (manifatturiero da una parte e *energy/utilities* dall'altra). Questi obiettivi sono stati marcati nella Tabella 3.7, dove viene evidenziata la 'copertura' attuata dalle aziende del campione per ognuno degli obiettivi.

Tabella 3.7

La copertura dei SDGs nelle rendicontazioni non finanziarie del 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

Categoria	SDG	Manifatturiero	Materiale?	Energy & Utilities	Materiale?	Tutto il campione	Media categoria
Social	1	8,3%		-		4,8%	38,1%
	2	8,3%		11,1%		9,5%	
	3	50,0%	X	55,6%		52,4%	
	4	50,0%		77,8%		61,9%	
	5	50,0%		55,6%		52,4%	
	6	50,0%	X	44,4%	X	47,6%	
Economic	7	58,3%	X	77,8%	X	66,7%	53,4%
	8	66,7%	X	66,7%	X	66,7%	
	9	66,7%	X	55,6%	X	61,9%	
	10	41,7%	X	11,1%		28,6%	
	11	25,0%	X	66,7%	X	42,9%	
Environmental	12	75,0%	X	77,8%	X	76,2%	53,6%
	13	66,7%	X	77,8%	X	71,4%	
	14	25,0%	X	22,2%	X	23,8%	
	15	33,3%	X	55,6%	X	42,9%	
Governance	16	25,0%	X	22,2%	X	23,8%	28,6%
	17	33,3%		33,3%		33,3%	

I due macrosettori di attività considerati nell'analisi si caratterizzano per gli stessi SDGs ritenuti rilevanti, ad eccezione degli obiettivi 3 e 10 che sono esclusivi per il settore manifatturiero. Gli obiettivi 'materiali' sono generalmente ben coperti a livello di *disclosure*, ad eccezione fatta per il 14 (Vita sott'acqua, con solo il 23,8% di copertura complessiva) e per il 16 (Pace, giustizia e istituzioni forti, sempre con il 23,8%).

Nel caso del primo di questi due obiettivi, la scarsa attenzione al tema era già stata riscontrata considerando i dati relativi alla gestione delle acque di scarico nella Tabella 3.6 (solamente il 40,9% del campione fornisce informazioni riguardo alle quantità e alle destinazioni degli scarichi idrici), mentre per il secondo obiettivo la lacuna può essere spiegabile da una effettiva lacuna delle società nel comprendere l'importanza dell'*advocacy* verso lo sviluppo sostenibile.

Gli obiettivi meno menzionati riguardano soprattutto quelli legati alla sconfitta della povertà (4,8%) e alla sconfitta della fame (9,5%). Tuttavia, è importante sottolineare come questi siano intrinsecamente poco materiali se si tiene conto dei due settori considerati nel campione.

Il settore manifatturiero sembra in ritardo anche su certi obiettivi come la possibilità di sviluppare città e comunità sostenibili (25,0%) e l'utilizzo sostenibile della terra (33,3%). Se da un lato la spinta per promuovere la pace e la giustizia è qualcosa di necessariamente complicato da attuare e da mettere in pratica (richiederà necessariamente molto tempo

per essere compresa e interiorizzata dalle società), dall'altro, invece, sarebbe importante comprendere come mai tematiche ambientali come quella relativa all'utilizzo sostenibile delle risorse marine e di quelle della terra venga trascurata (dato che la maggior parte delle rimanenti tematiche relative alla protezione dell'ambiente e alla lotta al cambiamento climatico vengono invece tenute in grande considerazione dalle società), a maggior ragione considerando che il 95,2% delle aziende del campione ha adottato una *policy* ambientale formalizzata.

Il concetto di 'materialità' è ben presente nell'agenda delle aziende coinvolte nella ricerca. Esse stesse nei loro rendiconti identificano alcuni obiettivi come più o meno rilevanti, sulla base di un dialogo con investitori e *stakeholder*, indipendentemente dai risultati ottenuti in quell'ambito. Nella maggioranza dei *report* redatti sulla base dello *standard* GRI gli obiettivi sono raggruppati in una matrice di materialità (ciò accade nel 95,2% dei casi del campione analizzato). Risulta quindi interessante determinare quali siano i temi più citati poiché questi vengono scelti per orientare le azioni di sostenibilità promosse (e quindi anche per decidere eventualmente su quali SDG concentrarsi).

Come si vede dalla Tabella 3.8, viene riconosciuta grande materialità a temi come salute e sicurezza (95,2%), sviluppo del capitale umano (90,5%), innovazione (81,0%) e *supply chain* sostenibile (81%).

Categoria	Tematica	Manifatturiero	Energy & Utilities	Tutto il campione	Media categoria
Social	<i>Data privacy</i>	41,7%	11,1%	28,6%	54,5%
	Lavoro minorile	16,7%	-	9,5%	
	Salute e sicurezza	91,7%	100,0%	95,2%	
	Occupazione	8,3%	22,2%	14,3%	
	Diritti umani	75,0%	55,6%	66,7%	
	<i>Diversity</i>	75,0%	44,4%	61,9%	
	Relazione con i clienti	75,0%	66,7%	71,4%	
	Capitale umano	83,3%	100,0%	90,5%	
Economic	<i>Performance</i> economiche	75,0%	66,7%	71,4%	51,2%
	Innovazione	83,3%	77,8%	81,0%	
	Qualità di prodotto	50,0%	33,3%	42,9%	
	<i>Brand</i>	8,3%	11,1%	9,5%	
Environmental	Gestione dei rifiuti	41,7%	55,6%	47,6%	37,6%
	Emissioni	41,7%	77,8%	57,1%	
	Risorse naturali	16,7%	-	9,5%	
	Impatto ambientale	66,7%	33,3%	52,4%	
	Biodiversità	25,0%	33,3%	28,6%	
	Efficienza energetica	41,7%	33,3%	38,1%	
	Cambiamento climatico	50,0%	44,4%	47,6%	
	Gestione delle risorse idriche	41,7%	44,4%	42,9%	
Riciclaggio dei rifiuti	25,0%	-	14,3%		
Governance	<i>Supply chain</i> sostenibile	83,3%	77,8%	81,0%	45,8%
	Etica e integrità	83,3%	55,6%	71,4%	
	Anti corruzione	33,3%	44,4%	38,1%	
	Comunità locali	58,3%	66,7%	61,9%	
	Relazioni industriali	25,0%	22,2%	23,8%	
	Rischio	8,3%	55,6%	28,6%	
	Relazioni con le istituzioni	8,3%	44,4%	23,8%	
Regole di <i>governance</i> interna	33,3%	44,4%	38,1%		

Tabella 3.8

Obiettivi ritenuti 'materiali' dalle aziende nella rendicontazione non finanziaria del 2019. Campione: 21 società *mid-cap* e *small-cap* quotate su Borsa Italiana

I temi meno menzionati riguardano quelli relativi a occupazione (14,3%), lavoro minorile (9,5%) e all'uso sostenibile delle risorse naturali (9,5%). Per quanto riguarda il lavoro

minorile, questo scarso interesse può essere spiegato dal fatto che, essendo il campione composto da aziende che operano in Italia dove questa pratica è vietata dalla legge, queste stesse società non si sentano in dovere di approvare *policy* a riguardo e diano per scontato l'obiettivo. Tuttavia, andrebbe anche considerato come l'estensione della *supply chain* ai fornitori a monte vada in svariati casi a toccare regioni del mondo dove il problema del lavoro minorile è un tema decisamente importante.

Gli altri risultati, in un certo senso, sono una conferma di quanto visto nelle analisi precedenti. Ad esempio, la mancanza di rilevanza che questi settori sembrerebbero attribuire alle politiche per l'occupazione può essere collegata all'incremento nel *turnover* del personale o a quella che sembrerebbe essere la scarsa attenzione all'implementazione di vere e proprie *policy* per la *diversity* all'interno delle assunzioni, mentre il basso interesse verso l'uso sostenibile delle risorse naturali è una conferma di quanto visto in precedenza riguardo agli SDG materiali più trascurati (che riguardano appunto l'utilizzo delle risorse marine e di quelle della terra).

### Un modello di comportamento per le aziende del campione

I dati mostrati nelle pagine precedenti ci indicano alcuni modelli 'ricorrenti' nei comportamenti delle imprese *mid-cap* e *small-cap* quotate rispetto alla varietà e alla qualità delle informazioni ESG rilasciate.

Abbiamo un primo gruppo di aziende, spesso quelle di dimensioni maggiori e quotate da più tempo, caratterizzate da un livello molto buono di completezza dei dati in ciascuno degli ambiti individuati (Social, Economic, Environmental, Governance). Potremmo chiamare queste società come le 'Esperte'. Di solito sono aziende strutturate ormai da tempo con un ufficio di Investor Relator, abituato a raccogliere dati all'interno dell'azienda, ad elaborarli e a farne uno strumento di controllo di gestione interno. Questa situazione organizzativa si accompagna però ad un necessario forte *commitment* dal vertice rispetto alla volontà di miglioramento in ottica ESG, grazie alla quale nel triennio considerato sono state effettivamente implementate azioni concrete di miglioramento con risultati oggettivi.

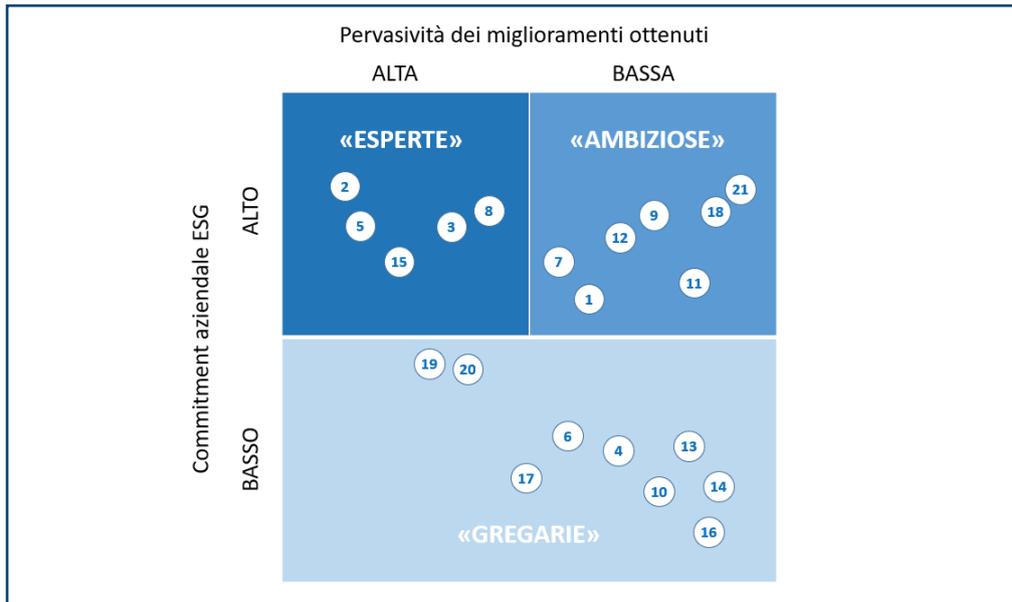
Abbiamo poi un secondo gruppo di imprese, spesso quelle entrate in Borsa più recentemente, che in poco tempo hanno raggiunto buoni livelli di efficacia nella rendicontazione, limitati però ad alcuni contesti specifici e con ancora lacune da colmare in altri contesti. Queste aziende, che potremmo chiamare le 'Ambiziose' mostrano un buon livello di *commitment* dal vertice ma devono anche misurarsi con organizzazioni meno mature e meno esperte, che devono necessariamente ragionare per priorità. Allo stesso tempo, come avremo modo di approfondire dai casi studiati nella fase successiva della ricerca, sono ben cosce di quali possono essere gli ambiti di miglioramento e hanno in programma investimenti per colmare il *gap* rispetto alle 'Esperte'.

Ciò che accomuna le 'Ambiziose' alle 'Esperte' è il concreto miglioramento delle *performance* ESG ottenuto nell'arco del triennio. Soprattutto dall'indagine emerge che l'ambito privilegiato è stato spesso quello ambientale (E) dove alcune imprese del campione hanno maturato importanti progressi oggettivi, mentre altre sono rimaste al palo. Negli ambiti S (Social) e G (Governance) i progressi sono più stemperati e non emergono differenze vistose nelle dinamiche di miglioramento.

Infine, abbiamo le 'Gregarie' ovvero le aziende del campione che finora sono state meno complete e dettagliate nella comunicazione di tutte le variabili materiali; può essere che abbiano anche ottenuto buoni progressi nei fatti, ma eventuali sforzi non sono stati resi visibili al mercato. Riteniamo che il motivo principale possa essere quello di un *commitment* dall'alto meno convinto, che può essere facilmente recuperato attraverso un'azione di *benchmarking* rispetto alle *best practice* implementate dalle altre imprese.

La Figura 3.14 mappa le 21 aziende del campione in funzione dei parametri individuati, evidenziando che 5 di esse possono essere classificate come 'Esperte' mentre 7 appartengono al gruppo delle 'Ambiziose'; le rimanenti 9 fanno parte del gruppo 'Gregarie'.

Considerato che, come anticipato nella parte metodologica, le imprese analizzate sono



**Figura 3.14**  
I modelli di comportamento ESG delle società *mid-cap* e *small-cap*

quelle che diffondono le informazioni ESG in modo più disaggregato, si capisce facilmente che ci sono ancora molti spazi di miglioramento per diverse *small cap* e *mid cap*, ma che allo stesso tempo c'è l'opportunità di studiare il comportamento delle 'Esperte' per prendere esempio.

---

## 4. I casi di studio

In questo paragrafo l'obiettivo è validare il modello di comportamento tracciato nel capitolo precedente attraverso l'analisi di tre casi di studio che il *team* di ricerca ha ritenuto particolarmente interessanti: Aquafil SpA, Lu-Ve SpA e SAES Getters SpA. Le aziende sono state intervistate rispetto alle loro strategie attuali e future nella rilevazione e comunicazione delle informazioni non finanziarie.

### Aquafil SpA

Fondata nel 1965 ad Arco, in provincia di Trento, Aquafil è da più di 50 anni uno dei principali attori, in Italia e nel mondo, nella produzione di nylon. Il gruppo è presente in sette paesi (per un totale di tre continenti) con 16 stabilimenti che impiegano quasi 2.900 persone in Italia, Slovenia, Croazia, Regno Unito, Stati Uniti, Thailandia e Cina e opera su tre distinte linee di prodotto: pavimentazione tessile, abbigliamento e polimeri. La società è quotata su Borsa Italiana dal 2017 dopo la *business combination* con la SPAC Space3 ed è stata inserita all'interno dei segmenti Small Cap e STAR. Il fatturato consolidato per il 2019 è stato pari a € 552 milioni, suddiviso fra prodotti e aree geografiche come riportato in Figura 4.1. Altri dati economico-finanziari rilevanti sono riassunti nella Tabella 4.1.

Indicatori fondamentali	Anno 2019	Performance di mercato ultimi 12 mesi
Ricavi (€ milioni)	552	
EBITDA (€ milioni)	56	
EBITDA margin	10%	
Utile netto (€ milioni)	9	
EPS (€)	0,424	
DPS (€)	-	
Indebitamento finanziario netto (€ milioni)	-229	
Capitalizzazione di mercato (€ milioni, dato più recente)	243,8	

**Tabella 4.1**

Dati economico-finanziari consolidati per Aquafil SpA nel 2019 e performance di mercato degli ultimi 12 mesi. Fonte: IntermonTE SIM

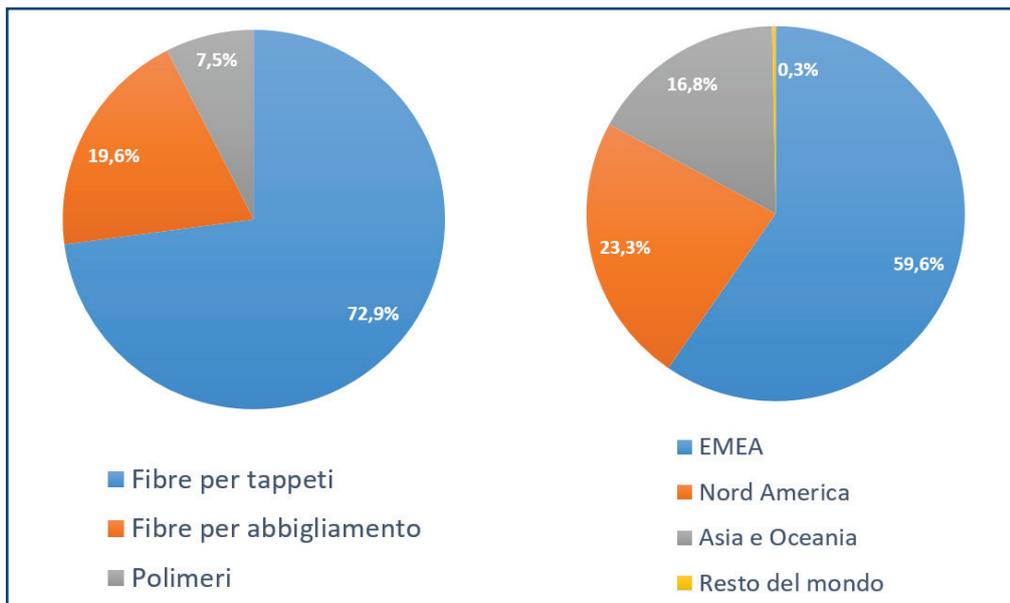
Nel 2011 Aquafil ha aperto il primo stabilimento per la produzione del filo ECONYL®, un nuovo tipo di nylon costituito al 100% da materiali riciclati. La strategia di favorire l'economia circolare ha spinto la società, nel dicembre 2018, ad aprire il suo primo impianto di ACR (Aquafil Carpet Recycling), nato con l'obiettivo di riciclare e trasformare vecchi tappeti in filati di nylon rigenerati.

La società pubblica un *report* sulla sostenibilità fin dal 2007, ora integrato nel rendiconto delle informazioni non finanziarie, redatto secondo lo *standard* GRI (Core Option) e corredato da un'analisi di materialità che incrocia le sensibilità dell'azienda con quelle degli *stakeholder*.

### Analisi delle metriche Environmental (E)

Aquafil dispone di una strategia di sostenibilità ambientale consolidata e integrata nel proprio piano industriale, esplicitamente ispirata agli Strategic Development Goals (SDGs) di Agenda 2030. Questa strategia è stata rinominata "The Eco Pledge" ed è stata

**Figura 4.1**  
Scomposizione del fatturato consolidato 2019 di Aquafil SpA per *business unit* e per aree geografiche



tradotta in diverse iniziative implementate a livello aziendale; quelle legate agli aspetti ambientali sono:

- progettazione di prodotti secondo i principi dell'economia circolare; si tratta di un ambito particolarmente caro al gruppo, che nel 2017 ha lanciato un *contest* per *startup* e centri di ricerca ('Io penso circolare') per raccogliere nuove idee;
- tutela dell'ambiente attraverso un impegno costante per ridurre l'impatto delle attività produttive (dal 2016 è stato registrato un calo dell'emissione di GHG pari al 58% e il 70% dell'energia utilizzata arriva da fonti rinnovabili);
- collaborazione con fornitori e clienti per rendere più virtuose le filiere produttive;
- diffusione di una cultura della sostenibilità all'interno ma anche all'esterno del gruppo.

Il filo ECONYL® rappresenta una delle iniziative messe in atto dal Gruppo negli ultimi anni. Il processo di rigenerazione ECONYL® è in grado di ottenere caprolattame di prima scelta trasformando materiali a base poliammide 6 di recupero industriale (*pre-consumer*) e/o dismessi al termine del loro ciclo di vita (*post-consumer*). Relativamente all'alimentazione del processo mediante materiali di pavimentazione tessile di poliammide 6 recuperati al termine del loro ciclo di vita, il processo prevede la realizzazione di alcune fasi di pre-trattamento presso due siti produttivi di nuova realizzazione denominati "Aquafil Carpet Recycling".

In parallelo a questa iniziativa, alla fine del 2015 Aquafil ha lanciato ECONYL® Qualified, una qualifica che contraddistingue i fornitori coinvolti nella filiera del filo ECONYL®. Per ottenerla, il fornitore è tenuto a soddisfare una serie di requisiti ambientali, descritti nel Protocollo ECONYL® Qualified, inerenti principalmente all'uso delle risorse materiali ed energetiche e alla gestione del processo produttivo. Il rispetto dei requisiti da parte del fornitore indica il raggiungimento di livelli prestazionali specifici dal punto di vista ambientale e rappresenta un elemento premiante di eccellenza nella scelta dei fornitori da parte di Aquafil. Attualmente circa il 37% del fatturato fibre (escludendo i polimeri) proviene da filo ECONYL® e i *manager* hanno affermato di voler puntare a aumentarne la produzione in modo da rendere i prodotti sempre più sostenibili.

### Analisi delle metriche Social (S)

Aquafil controlla che nella catena del valore nessun comportamento, diretto o indiretto, implichi una forma di sfruttamento (riduzione in schiavitù, lavoro forzato, lavoro minorile o esposizione al pericolo di giovani lavoratori), di discriminazione o che sia lesivo per i diritti umani.

Rispetto ai rapporti con i lavoratori, il paradigma "The Eco Pledge" prevede una costante attenzione al benessere e alla realizzazione professionale e personale dei dipendenti del gruppo. Vengono quindi rispettati i requisiti di salute e sicurezza sul lavoro, con il risul-

tato che gli incidenti gravi sono diminuiti del 58% dal 2016. Much attention is dedicated to favoring the professional and human development of the individual, ensuring conditions of dignified and respectful work, protection of *privacy*, rights and values of local communities, refusing any form of corruption. A Code of Ethics is applied internally within the company and is also directed at those who operate in the name and on behalf of the group's companies. It covers topics related to respect for laws, ethical behavior towards clients and institutions, occupational well-being, protection of sensitive data and management of human resources. Aquafil reports that thanks to these good practices in 2019 no sanctions or denunciations for violations were recorded.

#### *Formazione*

The group is committed to the training of employees, in particular in five areas: technical, human rights and anti-corruption, health and safety, environmental, and linguistic. However, from 2017 to 2019 the total number of annual training hours has decreased by 48%, from 79,395 to 37,932 hours provided in total; the reduction has primarily affected the technical part, while new hours have been dedicated to respect for human rights and fighting corruption. In this regard, Aquafil reports that in the last few years in the USA plants there has been a significant reduction in the *turnover* of workers at the machines and this has allowed for a reduction in technical training.

#### *Diversity*

The distribution of men and women in the workforce could be more balanced: in 2019 only 31% of roles were covered by women, stable over the three-year period. Also in terms of *gender gap*, women are disadvantaged in terms of salary compared to male colleagues in the same position in most cases.

#### *Rapporto con le comunità locali*

The model "The Eco Pledge" provides for the construction of a close relationship with the local communities of the countries in which the group operates; it includes donations, sports sponsorships, projects for environmental awareness, projects for young people.

### **Analisi delle metriche Governance (G)**

#### *Governance e incentivi ESG*

Aquafil is one of the few companies internally considered a champion that has a sustainability steering committee (Sustainability Steering Committee). This represents an important point of differentiation from the point of view of *governance*. However, there are not yet internal roles that focus exclusively on sustainability topics.

The Organizational Model instead defines the rules and principles that, inspired by behaviors and external and internal relationships with the individual companies of the group, are applied in line with the criteria of legality, correctness and transparency.

The *management* is aware that other good practices can be implemented from the point of view of *governance*. The majority shareholder has about 67% of the voting rights and to balance the influence the number of independent administrators on the CDA has increased from 3 to 4, as has the presence of women (from 3 to 4).

#### *Dialogo con gli investitori e con gli stakeholder*

Aquafil has put into practice a fruitful dialogue with its *stakeholders* (analysts, shareholders, clients, suppliers, banks and local communities). From the dialogue with investors a strong interest has emerged towards the environmental component, in particular, in the context of the replicability of the sustainability process and towards the possibility of obtaining protected patents.

#### *Disclosure e rating ESG*

Aquafil has identified in the lack of standardization of KPIs a major obstacle in the communication process. The company does not have

ancora ricevuto un punteggio ESG da parte di una società di *rating*; tuttavia, ritiene che il proprio approccio alla sostenibilità e il proprio posizionamento ESG siano ben allineati rispetto al settore, soprattutto per quanto riguarda la componente ambientale. Aquafil crede che un aumento delle società manifatturiere quotate potrebbe incrementare le opportunità per fare *benchmarking* alimentando una ‘competizione virtuosa’. I dati ESG vengono raccolti da un *team* dedicato, con l’ausilio di un *software* specifico e di una società di consulenza esterna.

### Certificazioni e adesioni a protocolli

La società può vantare cinque livelli di certificazioni (ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001, ISO 50001 e l’ambito SA 8000 ottenuta nel 2019) distribuite fra le sue unità produttive.

### Il posizionamento dell’azienda

Aquafil è sicuramente in prima fila per quanto riguarda la componente ambientale. Le varie iniziative di sostenibilità promosse e, in particolare, il processo di rigenerazione del filo ECONYL® e la qualifica ECONYL® Qualified per i fornitori rappresentano punti importanti del piano di sostenibilità integrato dalla compagnia. La rilevanza riconosciuta a questa variabile ESG è, inoltre, giustificata dal grande interesse che gli investitori hanno espresso in merito al settore nel quale Aquafil opera. Il processo ECONYL® ha tutte le carte in regola per diventare la colonna portante del modello di sostenibilità che l’azienda andrà a incarnare nel futuro e con il tempo diventerà anche sempre più importante in termini di fatturato (come gli stessi *manager* hanno specificato). La società è convinta di vantare un posizionamento ESG bene allineato rispetto ai *competitor* di settore, specialmente per quanto riguarda la componente ambientale.

Dal punto di vista sociale, gli obiettivi possibili di miglioramento potrebbero riguardare la *gender diversity* e la formazione a tutti i livelli.

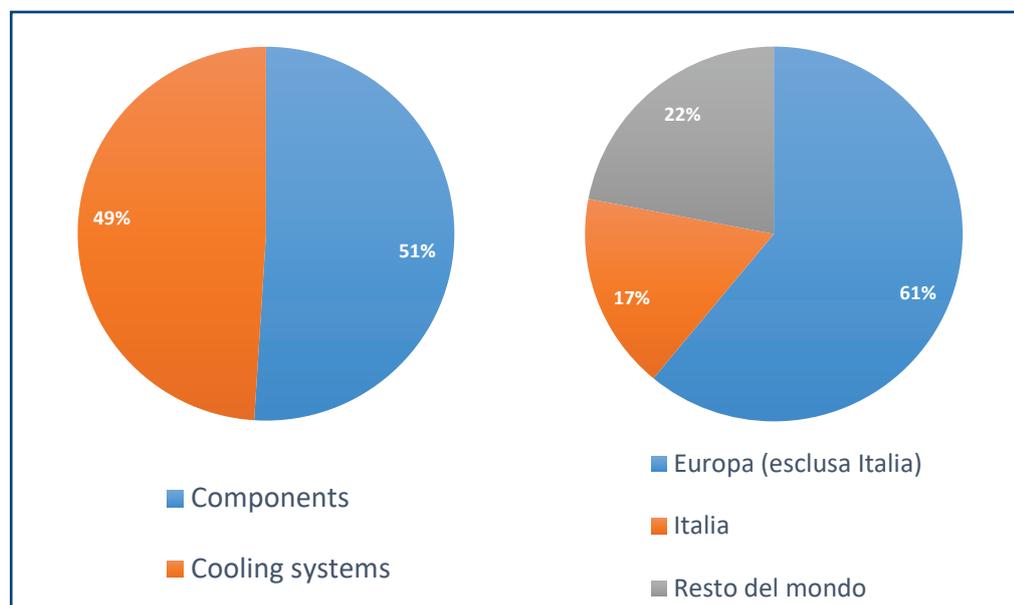
Rispetto alla *governance*, il riassetto del CDA rappresenta il primo passo in questa direzione. Inoltre, l’esistenza di un comitato endoconsiliare e di uno più operativo dedicati alla sostenibilità è il segno ulteriore dello sforzo che l’azienda sta mettendo nel migliorare anno dopo anno i propri processi interni.

### Lu-Ve SpA

Lu-Ve è il terzo costruttore al mondo di scambiatori di calore ad aria. Fondata nel 1985 da Iginio Liberali, ha sede ad Uboldo (VA) e conta attualmente 16 unità produttive (di cui una buona parte all’estero in Finlandia, Repubblica Ceca, Polonia, Svezia, Russia, USA, Cina e India). Le aree di prodotto di cui si occupa la società sono: refrigerazione

**Figura 4.2**

Scomposizione del fatturato consolidato realizzato nel primo semestre 2020 da Lu-Ve SpA per *business unit* e per aree geografiche



(commerciale e industriale); raffreddamento di processo per applicazioni industriali e *power generation*; condizionamento dell'aria (civile, industriale e di precisione); porte e sistemi di chiusura in vetro per banchi e vetrine refrigerate; specchi IoT per applicazioni speciali (ad esempio *digital signage*, cabine ascensore, camere di alberghi).

Lu-Ve si è quotata su AIM Italia nel 2015 attraverso la combination con la SPAC Industrial Stars of Italy, per poi approdare al listino principale due anni dopo. Il fatturato consolidato del 2019 è stato pari a € 392 milioni e la Tabella 4.2 riporta i principali dati economico-finanziari rilevanti.

Indicatori fondamentali	Anno 2019	Performance di mercato ultimi 12 mesi
Ricavi (€ milioni)	392	
EBITDA (€ milioni)	47	
EBITDA margin	12%	
Utile netto (€ milioni)	17	
EPS (€)	1,023	
DPS (€)	0,27	
Indebitamento finanziario netto (€ milioni)	-112	
Capitalizzazione di mercato (€ milioni, dato più recente)	318,0	

**Tabella 4.2**

Dati economico-finanziari consolidati per Lu-Ve SpA nel 2019 e performance di mercato degli ultimi 12 mesi.

Fonte: IntermonTE SIM

Come evidenzia la Figura 4.2, i segmenti di *business* in cui opera sono: Component (51% dei ricavi del primo semestre 2020) e Cooling systems (49% dei ricavi). Lu-Ve vanta un rilevante grado di internazionalizzazione: solo il 17% dei ricavi del primo semestre 2020 sono stati generati in Italia mentre il 61% del *turnover* è realizzato in altri paesi europei e il 22% dal resto del mondo. I sistemi progettati da Lu-Ve sono utilizzati per il condizionamento di edifici prestigiosi come il Teatro Bolshoi di Mosca, il Palazzo dell'Eliseo di Parigi, il Bolshoi Ice Dome delle Olimpiadi di Sochi, oppure il condizionamento d'aria di precisione delle sale controllo del nuovo Canale di Panama e dell'aeroporto internazionale King Abdulaziz, a Gedda in Arabia Saudita. Negli anni, l'azienda ha ripensato vari prodotti secondo l'idea di "valore condiviso" e di sostenibilità. In particolare, sono state introdotte soluzioni tecnologiche innovative per utilizzare refrigeranti naturali all'interno dei propri scambiatori.

La rendicontazione non finanziaria di Lu-Ve è redatta secondo lo schema GRI.

### Analisi delle metriche Environmental (E)

Alla fine del 2019, Lu-Ve ha deciso di creare un piano strategico di sostenibilità ancora più integrato nelle attività operative del *business*. L'intenzione della società sarebbe quella di inserire questo piano ambientale (e sociale) all'interno del prossimo piano industriale. Nella gestione dei processi aziendali, l'azienda ha adottato in alcuni dei suoi impianti i sistemi di gestione ambientale, energetico e di qualità, conformi alle normative ISO 14001, 50001 e 9001 rispettivamente.

Nel 2000, Lu-Ve è stata la prima azienda in Europa a ottenere la allora nuova certificazione Certify All di Eurovent, per tutta la gamma dei condensatori, *dry cooler* e aerovaporatori, che garantisce, tramite prove effettuate in laboratorio terzo, la certezza delle informazioni sulle prestazioni tecniche dei prodotti. Questa certificazione viene rinnovata costantemente dal 2000.

Dal 2008 la sede centrale del Gruppo LU-VE è dotata di un impianto fotovoltaico, installato anche presso lo stabilimento SEST di Limana (BL) nel 2012. Complessivamente le due installazioni producono circa 830.000 kWh, con un risparmio di 107 TEP e con l'abbattimento di 562.000 kg di CO<sub>2</sub> all'anno.

Nel 2014 lo stabilimento Lu-Ve Spirotech di Bhiwadi (Rajasthan, India) ha ricevuto la certificazione 'IGBC Green Factory Building – Gold' dell'Indian Green Building Council per la gestione dei rifiuti, l'efficienza idrica, la riduzione dell'uso di combustibili fossili,

l'efficienza energetica e per la conservazione delle risorse naturali.

Per il momento, la strategia di Lu-Ve si basa sullo studio del proprio impatto in quattro aree di intervento: (i) *food safety*, (ii) *energy efficiency*, (iii) *climate* e (iv) *digital transformation*. Le iniziative di sostenibilità promosse dalla società coinvolgono soprattutto la variabile ambientale (che risulta materiale nel settore considerato). Esse riguardano l'istituzione di precisi *workshop* sulla sostenibilità, una valutazione della percentuale di prodotti utilizzando refrigeranti naturali e un potenziamento della ricerca verso lo sviluppo di prodotti *green*. L'azienda punta inoltre a minimizzare l'impatto ambientale dei propri processi produttivi, attuare politiche di efficienza energetica, ridurre le emissioni dirette e indirette, i consumi idrici e la generazione di rifiuti.

Lu-Ve partecipa al progetto di ricerca EASYGO (Efficiency and Safety in Geothermal Operations), che si occuperà di sviluppare la tecnologia della produzione di energia elettrica rinnovabile per via geotermica.

### *Risultati raggiunti*

Tramite la propria strategia, Lu-Ve è stata in grado di ottenere:

- una riduzione nell'utilizzo di fluido refrigerante grazie all'introduzione della tecnologia Minichannel (68% in meno di propano usato) e della tecnologia Armònia® (68% in meno di ammoniaca);
- un incremento della capacità di scambio termico fino a +400%, una riduzione del consumo di acqua del 95% e del fluido refrigerante del 50%, la riduzione dei consumi energetici fino al 60% grazie al progetto Emeritus®;
- una riduzione dei livelli di inquinamento acustico (fino a 6 decibel sempre grazie al progetto Emeritus® e riducendo l'inquinamento acustico al minimo in alcuni impianti);
- l'incremento dei livelli di affidabilità dei propri prodotti nel tempo;
- una riduzione dello spazio occupato dai propri prodotti, grazie all'uso di uno speciale tubo nervato di diametro di 5 mm.

Nell'intervista è emerso che la decisione di adottare refrigeranti naturali all'interno degli scambiatori di calore prodotti da Lu-Ve è spinta dall'innovazione tecnologica e dalle norme internazionali. Una di queste è l'Emendamento di Kigali al Protocollo di Montreal (in vigore da gennaio 2019), ovvero un documento concordato da oltre 170 Paesi sviluppati e in via di sviluppo, che mira a diminuire negli anni l'effetto serra causato dai refrigeranti F-Gas (gas fluorurati). L'alternativa a questi refrigeranti è appunto rappresentata dai fluidi naturali come anidride carbonica, idrocarburi e ammoniaca, a basso o nullo impatto su ozono ed effetto serra. La sfida è spostare "l'equatore della CO2" e rendere questa tecnologia efficiente anche in paesi in cui prima non era possibile.

Lu-Ve, insieme a istituti e università internazionali, sta collaborando con la United Nations Industrial Development Organization (UNIDO) per incrementare l'utilizzo dei fluidi refrigeranti naturali, in sostituzione di quelli a effetto serra; a tal fine sono stati realizzati impianti pilota in India e in Medio Oriente. I fattori che potrebbero rallentare il processo di sostituzione dei gas tradizionali con i refrigeranti naturali sono la complessità di gestione dei nuovi refrigeranti (pressioni di esercizio, tossicità, infiammabilità ecc.) e le tematiche legate ai costi. Nei prossimi anni, quindi, il settore affronterà (e sta già affrontando) la sfida della sostituzione dei refrigeranti tradizionali con quelli naturali a minor impatto sul Global Warming. Il punto principale che dà a Lu-Ve un vantaggio competitivo è quello di essere stato *first mover* in questo campo (nel 2004 la prima installazione in Europa di CO2 transcritico a Wettingen, Svizzera) attraverso progetti di ricerca impegnativi sui nuovi refrigeranti e credenziali con un *track record* di installazioni di grande successo.

## **Analisi delle metriche Social (S)**

### *Sicurezza*

Nel corso del 2019 Lu-Ve ha ottenuto risultati positivi rispetto alla sicurezza:

- non ci sono stati incidenti mortali sul lavoro;
- non si sono verificati infortuni con lesioni gravi o gravissime al personale;

- riduzione dei tassi di infortuni da 11,1 nel 2017 a 8,6 nel 2019, in termini di numeri di incidenti rispetto a milioni di ore lavorate;
- non vi sono state denunce relative a malattie professionali da parte di dipendenti o ex dipendenti o casi di *mobbing*;
- presenza di un sistema di salute e sicurezza occupazionale, conforme alla normativa ISO 45001;
- sviluppo di un sistema di *welfare* per i dipendenti a livello aziendale e non dei singoli impianti.

Nel 2020, per il secondo anno consecutivo, Lu-Ve è entrata nella ristretta classifica del rapporto ITQF, l'Istituto Tedesco di Qualità e Finanza, che valuta le maggiori aziende operanti in Italia utilizzando indicatori in ambito sociale. I criteri utilizzati sono legati alla cultura aziendale (ambiente di lavoro, sostenibilità, valori aziendali e *focus* sul cliente e al *welfare* aziendale nelle carriere (sviluppo professionale, prospettive di crescita, incentivi e opportunità di riqualificazione). Il risultato testimonia l'attenzione della società rispetto alle variabili sociali relative al trattamento e allo sviluppo del personale.

#### *Formazione e promozione dei talenti*

L'azienda investe molto nella formazione dei suoi dipendenti, fornendo eccellenti programmi di formazione pratica e teorica, per un totale di 36.992 ore totali di *training*. Viene promosso un ambiente di inclusione e diversità. Viene adottato un sistema di valutazione delle *performance* per obiettivi dal 2019.

Ogni anno Lu-Ve assegna borse di studio ai figli più meritevoli dei collaboratori. Nel 2020 ne sono state assegnate 48 per un valore complessivo di circa € 100.000. L'iniziativa si va estendendo anche ai *plant* esteri.

### **Analisi delle metriche Governance (G)**

#### *Governance e incentivi ESG*

La società ha ribadito nell'intervista la propria volontà di istituire formalmente ruoli chiave connessi agli ambiti ESG. Al momento infatti Lu-Ve, così come la maggioranza delle PMI, non dispone di un comitato interno di sostenibilità o di un CSR Manager, ma è stato nominato all'interno del CCR un membro con specifiche competenze. Non vi sono quindi, tra le funzioni aziendali, persone che si occupano esclusivamente dell'impostazione e del monitoraggio della strategia di sostenibilità. L'impegno ESG è dimostrato dalla presenza di indicatori di *performance* legati alla sicurezza nei piani di incentivazioni dei *manager* e dal fatto di voler legare i compensi dei vertici aziendali alle *performance* ESG aziendali nel prossimo futuro, soprattutto rispetto a obiettivi di medio e lungo periodo.

#### *Dialogo con gli investitori e con gli stakeholder*

La società si è adoperata per strutturare un proficuo dialogo con i propri *stakeholder* ai fini di determinare i temi materiali più rilevanti per la propria strategia di sostenibilità (azionisti, clienti, fornitori, comunità locali e collaboratori). In particolare, dal dialogo con gli investitori è emerso come i temi ESG di maggiore interesse siano quelli relativi all'ottenimento di *rating/certificazioni* ESG, all'adeguamento rispetto alla Tassonomia Europea (si veda il Capitolo 1) e alla quantificazione degli impatti ESG sulle prospettive di crescita. L'azienda non ha ancora calcolato la percentuale di allineamento delle proprie *operations* rispetto alla Tassonomia, anche se ha espresso l'intenzione di farlo in futuro, a partire dal 2021.

#### *Anti-corrruzione & whistleblowing*

Il processo di introduzione di un sistema di *whistleblowing* per consentire ai dipendenti di segnalare qualsiasi attività illecita di cui vengano a conoscenza a seguito delle loro attività lavorative, iniziato nel 2018, è stato finalizzato nel 2020. Tale sistema, in linea con il quadro legislativo nazionale, ha lo scopo di tutelare ulteriormente i dipendenti da ogni forma di attività illecita e di promuovere i valori etici che caratterizzano tutte le società

del gruppo.

L'azienda ha adottato un modello di organizzazione, gestione e controllo conforme ai dettami del D.L. 231/2001, aggiornato nel 2019 e approvato a marzo 2020. Lo scopo è quello di prevenire e contrastare il rischio di commettere reati specificati dalla legge, inclusi i rischi di reato contro la persona, ambientali o di corruzione.

#### *Disclosure e rating ESG*

Secondo quanto dichiarato dall'azienda, le criticità più importanti rilevate nella stesura della propria dichiarazione non finanziaria riguardano soprattutto la difficoltà nel reperimento di dati e la mancanza di standardizzazione, due fattori che rallentano il processo di raccolta dati e di comunicazione del valore.

Inoltre, è stato dichiarato che la società non ha ancora ricevuto alcun tipo di valutazione ESG da parte di alcuna agenzia di *rating* e i *manager* pensano che questo stia penalizzando l'immagine agli occhi degli investitori. L'azienda afferma di voler migliorare il proprio posizionamento ESG, anche se ritiene che attualmente questo sia allineato rispetto alle pratiche del settore. Questo viene confermato anche dal finanziamento *positive loan* ottenuto da BNL BNP Paribas finalizzato al raggiungimento di precisi obiettivi di sostenibilità.

#### *Buone prassi CSR*

Il premio "Buone prassi di responsabilità sociale 2019" assegnato da Regione Lombardia e Unioncamere Lombardia al Gruppo Lu-Ve rappresenta un importante riconoscimento dell'impegno del Gruppo per la sostenibilità. Il Gruppo aveva già ricevuto il premio nel 2017 e riconferma quindi questo risultato dopo due anni.

#### *Innovazione sostenibile*

Grazie a soluzioni impiantistiche mirate e sviluppate attraverso la *partnership* con il Politecnico di Milano e l'Istituto Tecnologico Danese, Lu-Ve ha lanciato il progetto Armónia che consente di ridurre la quantità di refrigerante fino al 67% rispetto alle soluzioni tradizionali, utilizzando 0,07 kg di fluido per kW di energia termica installata. Questo risultato, ottenuto grazie ad una geometria di scambio termico compatta ed efficiente e ad un sistema circuitale ottimizzato, riduce i costi di esercizio ed i consumi energetici. Grazie a queste innovazioni, Lu-Ve ha ulteriormente ridotto il volume di ammoniaca utilizzato nei propri scambiatori di calore.

Il sistema Emeritus®, introdotto e brevettato nel 2016 e sviluppato in collaborazione con il Politecnico di Milano, unisce i vantaggi del sistema *spray* a quelli del sistema di preraffreddamento adiabatico. Utilizzando queste tecnologie, Emeritus® può ridurre il consumo di elettricità fino al 60% e il consumo di acqua fino al 95% rispetto alle torri evaporative tradizionali. Inoltre si ha una notevole riduzione dei livelli di rumorosità, fino a 6 decibel, e un significativo aumento dell'efficienza complessiva del sistema, in quanto è possibile abbassare la temperatura di condensazione e quindi l'energia utilizzata. Grazie ad un sofisticato sistema di controllo, Emeritus® ottimizza le prestazioni della macchina in diverse condizioni climatiche.

#### **Certificazioni e adesioni a protocolli**

Lu-Ve possiede le certificazioni ISO 9001, 14001, 50001, 45001, 26000 ed è firmataria dell'UN Global Compact.

#### **Il posizionamento dell'azienda**

Riteniamo che Lu-Ve sia ben posizionata in merito all'integrazione delle componenti ambientali, sociali e di *governance* all'interno del proprio *business model*. Nonostante la mancanza fino ad oggi di un piano formale di sostenibilità, le iniziative ambientali che la società ha messo in atto negli ultimi anni hanno già prodotto risultati apprezzabili, come la riduzione della quantità di fluidi refrigeranti utilizzati all'interno dei propri scambiatori. La società è ben posizionata rispetto alle sfide che il mercato della refrige-

razione dovrà affrontare in termini di sostenibilità. Sta infatti puntando sui refrigeranti naturali (in particolare la CO<sub>2</sub>) per sostituire i fluidi tradizionali utilizzati nei prodotti, consentendo ai propri clienti di aumentare gli investimenti *green*.

L'impegno a favore della sostenibilità ambientale fa di Lu-Ve un esempio positivo per il mercato finanziario. In particolare, l'essere proattivi e non reattivi di fronte al cambiamento consente all'azienda di diventare più resiliente senza rincorrere i vincoli legislativi. La ricerca e la collaborazione con solidi *partner* scientifici è un ulteriore punto di forza della società e ha prodotto soluzioni innovative nonché risultati tangibili.

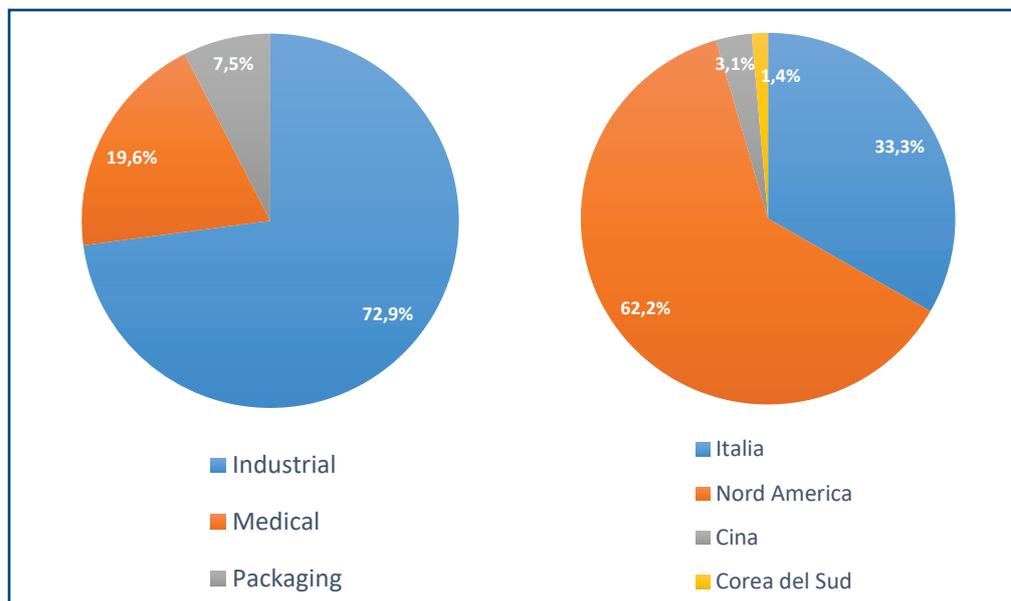
Considerando la sfera sociale, il riconoscimento che Lu-Ve è riuscita ad ottenere dall'Istituto Tedesco di Qualità e Finanza nel 2019 (quinta classificata nel campo dell'industria Meccanica) testimonia l'impegno che l'azienda, negli anni, ha profuso sul fronte delle iniziative rivolte alla cultura e al *welfare* aziendale. Il premio "Buone prassi di responsabilità sociale 2019" ricevuto Regione Lombardia e Unioncamere è una riconferma dell'impegno e della dedizione della società verso la responsabilità sociale.

La società può ancora migliorare il proprio posizionamento ESG, andando per esempio a istituire un comitato interno di sostenibilità o creando particolari posizioni aziendali come quella del Sustainability Manager e, più in generale, legando i compensi del *management* a obiettivi di sostenibilità non solo nel lungo, ma anche nel breve periodo. Come detto, sono punti già presenti nell'agenda.

I punti cruciali che Lu-Ve affronterà in futuro riguardano soprattutto la possibilità di ottenere un rating ESG adeguato e di valutare il proprio allineamento rispetto alla Tassonomia Europea (temi molto cari agli investitori). Queste procedure, per esempio, potrebbero favorire l'azienda nella ricerca di ulteriori finanziamento e - perché no - all'emissione di *green bond*.

## SAES Getters SpA

SAES Getters è stata fondata a Firenze nel 1940 su iniziativa dell'ingegnere livornese Ernesto Gabrielli e ha sede a Lainate (Milano). Nel 1946 le famiglie Della Porta e Canale, ancora oggi alla guida del gruppo, hanno ridisegnato l'organigramma aziendale. SAES Getters è una *advanced functional materials company*: pioniere nello sviluppo della tecnologia *getter*, il gruppo è *leader* mondiale in una molteplicità di applicazioni scientifiche e industriali che richiedono condizioni di alto vuoto. Dal 2004, sfruttando le competenze acquisite nel campo della metallurgia speciale, SAES ha allargato il proprio campo di attività alle leghe a memoria di forma, una famiglia di materiali caratterizzati da particolari caratteristiche che li rendono adatti a diversi utilizzi nel comparto biomedicale e nel settore industriale. Più recentemente, SAES ha ulteriormente ampliato il proprio



**Figura 4.3**  
Scomposizione del fatturato consolidato 2019 di SAES Getters SpA per *business unit* e per aree geografiche

business, sviluppando una piattaforma tecnologica che integra materiali *getter* in matrici polimeriche: anche in questo caso i campi di applicazione si stanno rilevando svariati e includono il settore dell’imballaggio alimentare evoluto, in cui SAES è presente con un’offerta di nuovi prodotti per il *packaging* sostenibile e intende competere con soluzioni totalmente riciclabili e compostabili.

La Tabella 4.3 riassume le metriche economico-finanziarie essenziali per il 2019. Il fatturato consolidato 2019 è stato pari a € 182 milioni con un EBITDA margin pari al 20% e un utile netto di € 20 milioni.

**Tabella 4.3**

Dati economico-finanziari consolidati per SAES Getters SpA nel 2019 e performance di mercato degli ultimi 12 mesi.  
Fonte: IntermonTE SIM

Indicatori fondamentali	Anno 2019	Performance di mercato ultimi 12 mesi
Ricavi (€ milioni)	182	
EBITDA (€ milioni)	37	
EBITDA margin	20%	
Utile netto (€ milioni)	20	
EPS (€)	0,892	
DPS (€)	0,5	
Indebitamento finanziario netto (€ milioni)	100	
Capitalizzazione di mercato (€ milioni, dato più recente)	464,0	

<sup>1</sup> Dal 1/1/2020 le linee di business sono diventate cinque.

SAES Getters opera in tre linee di *business*<sup>1</sup>, come evidenzia la Figura 4.3: Industrial, Medical e Packaging (47,9%, 46,6% e 5,5% rispettivamente sui ricavi del 2019). Gli uffici e gli impianti produttivi di SAES Getters sono oggi 10, localizzati in Europa, Asia e Stati Uniti. L’*imprinting* internazionale fa sì che la società generi la maggioranza dei profitti fuori dai confini italiani: solo il 33,9% dei ricavi proviene dall’Italia contro il 62,2% dal Nord America, il 3,1% dalla Cina e la restante parte in Corea del Sud. La società dispone di un dipartimento di R&D all’avanguardia, elemento che ha permesso non solo di implementare soluzioni pionieristiche nel proprio settore, ma anche di rafforzare l’impegno nei confronti dell’ambiente e del cliente. Dal punto di vista della sostenibilità di prodotto, la divisione di plastiche intelligenti, ultima funzione aggiunta nell’organigramma, rappresenta una delle opportunità più interessanti per il futuro dell’azienda secondo i *manager* dell’azienda, come emerso nel corso dell’intervista. La plastica è infatti uno dei materiali utilizzati nella catena produttiva.

La rendicontazione non finanziaria è stata redatta in conformità allo standard GRI, secondo l’opzione ‘in accordance – Core’.

### Analisi delle metriche Environmental (E)

Secondo quanto emerso dall’intervista, ad oggi SAES Getters non ha ancora implementato un vero e proprio piano di sostenibilità. Tuttavia, ha dichiarato di volerlo fare nel breve termine, andando a identificare le principali aree strategiche su cui successivamente definire obiettivi e modalità di raggiungimento nel medio-lungo periodo. L’obiettivo futuro è addirittura quello di fondere il piano industriale con quello di sostenibilità.

La divisione plastiche intelligenti, oggi ancora agli inizi, sarà uno dei cardini della SAES Getters del futuro secondo quanto dichiarato dall’azienda. Attualmente il portafoglio prodotti comprende film plastici laccati ad elevata compostabilità e riciclabilità, a seguito dell’eliminazione dei più tradizionali film metallizzati, poco sostenibili. L’offerta è concentrata esclusivamente su prodotti destinati ad applicazioni compostabili e riciclabili, con un maggiore valore aggiunto, per i quali si prevede una crescita importante. Dopo un periodo di transizione, in cui le due offerte coesistevano, oggi SAES Getters produce solo plastiche sostenibili e ha intenzione di rafforzare ulteriormente la ricerca in tal senso. L’obiettivo è offrire film plastici in grado di prevenire la contaminazione dell’involucro (da parte di ossigeno e umidità) mantenendo le caratteristiche organolettiche degli alimenti, oltre a consentire elevata compostabilità.

## Analisi delle metriche Social (S)

### *Politiche per le risorse umane*

Nel 2019 SAES Getters ha approvato una politica che definisce i principi fondamentali con i quali il gruppo aspira a favorire un'ottimale crescita lavorativa e professionale, nel rispetto dei diritti umani e della valorizzazione delle diversità. In particolare, il documento stabilisce i principi da seguire in relazione a:

- responsabilità condivise;
- lavoro minorile o lavoro forzato;
- uguaglianza e non discriminazione;
- salute e sicurezza dei lavoratori;
- salari e orario di lavoro;
- istruzione, monitoraggio delle prestazioni e sviluppo del personale.

Inoltre la società, nel 2019, ha implementato un programma per un'ottimale crescita professionale e la conservazione dei talenti promuovendo specifiche attività di sviluppo e formazione volte a rafforzare le capacità tecniche, gestionali ed organizzative dei dipendenti e consolidare la professionalità richiesta dal ruolo ricoperto. Inoltre, dispone di piani e azioni volti ad attrarre personale qualificato e specializzato con competenze tecniche specifiche legate alle attività di *business* del gruppo. La politica sulla formazione è rimasta sostanzialmente costante nel corso del triennio con un ammontare di 12.707 ore fornite totali nel 2019.

### *Sicurezza del personale*

Il tasso di infortuni è diminuito del 21% passando da 13,67 (nel 2017) a 10,75 (2019). Tuttavia, non è ancora stato implementato un sistema strutturato per la gestione della salute e sicurezza occupazionale del personale, certificabile da ISO 45001.

## Analisi delle metriche Governance (G)

### *Governance e incentivi ESG*

L'azienda ha adottato un modello organizzativo, di gestione e di controllo conforme al D.L. 231/01, aggiornato nel 2019.

Nell'azienda il Comitato Controllo e Rischi ha assunto la responsabilità anche sulla sostenibilità aziendale. Tuttavia, non vi sono figure all'interno della società che al momento si occupano esclusivamente della sostenibilità aziendale (per esempio, non sono presenti CSR Manager).

Vi sono altri due comitati presenti: il Comitato Remunerazioni e Nomine, interno al Consiglio di amministrazione, e il Comitato per le Operazioni con le parti correlate. Il primo si occupa di valutare e migliorare la politica di gruppo e della redazione della politica di remunerazione. Non risultano piani attivi per legare l'incentivazione dei *manager* alle prestazioni ESG aziendali nel breve, medio o lungo periodo. Nel 2018 l'azienda ha avviato un più generico piano di incentivazione (Piano Phantom Shares 2018) che prevede l'assegnazione di azioni ad alcune figure chiave del *management*. Il secondo è composto da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza e presieduto dal Lead Independent Director. Si riunisce ogni qual volta si debbano valutare operazioni con parti correlate sottoposte al parere del Comitato.

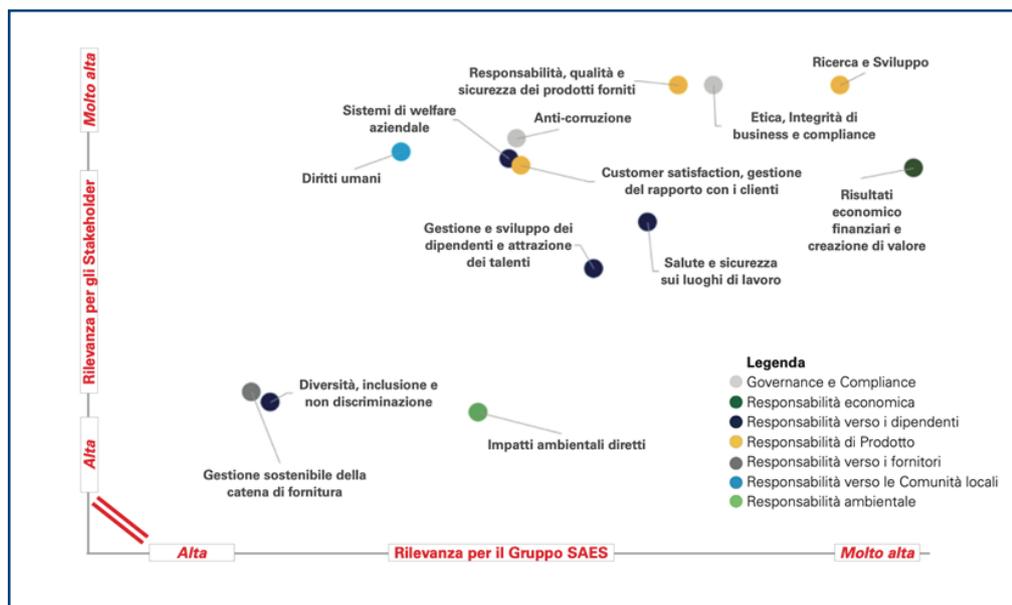
### *Dialogo con gli investitori e con gli stakeholder*

La società si è adoperata per strutturare un proficuo dialogo con i propri *stakeholder* ai fini di determinare i temi materiali più vicini alla propria strategia di sostenibilità (azionisti, clienti, dipendenti e università). In particolare, dal dialogo con gli investitori è emerso come i temi ESG di maggiore interesse siano quelli relativi alla *corporate governance*. Di conseguenza, gli investitori si sono dimostrati particolarmente attenti a metriche come la percentuale di membri di genere femminile nel *board*, così come a quella di membri indipendenti, che al momento sono pari a 33% per entrambe le voci.

Secondo SAES Getters, i maggiori ostacoli nella rendicontazione non finanziaria sono il reperimento dei dati e la mancanza di standardizzazione. Anche in questo caso i *manager*

Figura 4.4

L'analisi di materialità sui dati ESG condotta da SAES Getters SpA. Fonte: rendicontazione non finanziaria 2019



hanno dichiarato di non aver ancora ricevuto una valutazione ESG da parte di agenzie di *rating*. Come dichiarato, essi non si sentono tuttavia penalizzati ritenendo che esistono margini per migliorare e raggiungere i livelli delle aziende operanti nello stesso settore.

#### *Anticorruzione e whistleblowing*

Nella lotta alla corruzione, l'azienda ha istituito un Organismo di Vigilanza conforme al Modello 231. La procedura di *whistleblowing* che supporta le segnalazioni dei dipendenti viene implementata attraverso una piattaforma informatica per la gestione delle segnalazioni - in maniera anonima - e una casella di posta elettronica *ad hoc* per la raccolta delle segnalazioni. La piattaforma è accessibile dai servizi *online* dell'azienda.

#### **Certificazioni e adesioni a protocolli**

L'azienda ha ottenuto la certificazione ISO 14001 relativa all'adozione di un sistema di gestione ambientale strutturato nelle sedi di Avezzano e Lainate. Inoltre dispone delle certificazioni ISO 9001 e 13485.

#### *Codice Etico*

Il Codice Etico di SAES Getters, condiviso da tutte le società del gruppo, definisce la cultura aziendale e i principi dell'agire: legalità, lealtà, trasparenza, imparzialità, diligenza e professionalità, riservatezza delle informazioni, tutela dell'ambiente e dello sviluppo sostenibile e concorrenza. Il codice deve essere rispettato da qualsiasi collaboratore interno o esterno, pena la risoluzione del contratto di collaborazione.

#### *Materialità*

Gli aspetti materiali sono stati analizzati per la prima volta nel 2017, considerando i principali impatti in ambito sociale, economico e ambientale per il gruppo e gli *stakeholder*. A partire dal 2018, il processo è diventato ancora più inclusivo, in quanto sia i dipendenti che i clienti hanno preso parte allo studio attraverso un questionario. Tale processo ha ampliato ulteriormente i suoi confini nel 2019, includendo nella discussione sulle priorità dei temi 19 membri del *top management* e 15 fornitori da America, Asia, ed Europa. Il risultato dell'integrazione dei vari *feedback* è rappresentato nella Figura 4.4 ed evidenzia un sostanziale allineamento fra le sensibilità dell'impresa da una parte e degli *stakeholder* dall'altra, con alcune eccezioni.

#### **Il posizionamento dell'azienda**

Al momento SAES Getters non ha ancora implementato un piano di sostenibilità strutturato: tuttavia ha espresso l'intenzione di farlo nel prossimo futuro e di legarlo al proprio piano industriale. La società si è tradizionalmente sempre impegnata nella ricerca e

sviluppo e nel miglioramento dei propri prodotti. L'area maggiormente impattata dalla sostenibilità ambientale all'interno dell'azienda è quella delle plastiche intelligenti. SAES Getters ha eliminato i tradizionali e poco sostenibili *film* metallizzati dalla propria offerta di plastiche a favore di *film* in grado di prevenire la contaminazione dell'involucro (da parte di ossigeno e umidità) mantenendo le caratteristiche organolettiche degli alimenti. Il tutto avviene in una *business unit* dedicata, che diverrà uno dei cardini della SAES Getters del futuro. Le plastiche intelligenti, infatti, conciliando sia l'aspetto economico che sostenibile, hanno tutte le potenzialità di rappresentare un forte vantaggio competitivo per l'azienda. Sicuramente questo è un elemento di interesse per gli investitori. Accanto alle azioni concrete messe in atto sulla sostenibilità, SAES Getters ritiene che il proprio approccio possa essere ulteriormente migliorato, in un'ottica di *benchmarking*. Al momento, SAES Getters non ha predisposto piani per legare l'incentivazione dei *manager* alle prestazioni ESG aziendali. Questo, a livello di *governance*, potrebbe rallentare il processo di implementazione ed esecuzione delle strategie di sostenibilità. Come riferito dalla stessa SAES Getters, dal dialogo con gli investitori è emerso come il tema ESG di maggiore interesse sia quello relativo alla *corporate governance*. Un'altra leva utilizzabile, in ottica comparativa, potrebbe essere quella di ottenere un maggior numero di certificazioni per aumentare la propria visibilità nella platea degli investitori sensibili ai temi ESG.

### Spunti di discussione finali

Le interviste condotte con le tre aziende sono state utili per corroborare i principali *'take-aways'* della ricerca.

Le piccole e medie imprese vivono la sfida della rendicontazione ESG come una sfida particolare poiché dispongono di meno risorse ed esperienza nella gestione delle informazioni e nella formalizzazione di processi interni strutturati. Da questo punto di vista l'ingresso in Borsa rappresenta un elemento catalizzatore importante sia rispetto all'introduzione di una nuova cultura aziendale, che deve essere fortemente ispirata alla *'cultura del dato'*, sia per la condivisione di un obiettivo strategico generale, ovvero la misurazione dei risultati da parte degli *stakeholder* esterni. La quotazione può quindi costituire un fattore abilitante che pone le PMI nella condizione di meglio capire le logiche ESG, di dotarsi di un'organizzazione e di infrastrutture adeguate (il che richiede anche un certo investimento monetario) e di porsi obiettivi di miglioramento.

In secondo luogo emerge una domanda di standardizzazione delle informazioni richieste, obiettivo peraltro ben presente nell'agenda delle autorità di mercato. La varietà del tipo di dati materiali per l'analisi ESG, di come essi vengono definiti e misurati, è ancora elevata e crea difficoltà per confrontare la qualità dell'informativa. In particolare per le *small e mid cap* emerge il desiderio di dialogare di più con analisti e società di *rating*, che per ora sembrano occuparsi esclusivamente delle *blue chip*.

In generale, emerge la convinzione che eccellere nella rendicontazione ESG richiede un percorso non immediato, per tappe progressive. Le piccole e medie aziende che si prepareranno per tempo potranno costruirsi un vantaggio competitivo e meglio di altre potranno attrarre investitori e capitali sempre più esigenti.

---

---

## Bibliografia

- Amel-Zadeh, A., Serafeim, G., 2018, “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey”, *Financial Analysts Journal*, 74 (3), pp. 87–103.
- Aras, G., Crowther, D., 2008, “Evaluating sustainability: A need for standards”, *Issues in Social and Environmental Accounting*, 2, pp. 19-35.
- Berg, F., Kölbel, J., Rigobon, R., 2020, “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”, Working Paper, MIT Sloan School of Management.
- Berthelot, S., Cormier, D., Magnan, M., 2003, “Environmental, Disclosure research: review and synthesis”, *Journal of Accounting Literature*, 22, pp. 1–44.
- Blackrock, 2020, Sustainable investing: resilience amid uncertainty, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/investor-education/sustainable-investing-resilience.pdf>
- Branco, M., Rodrigues, L., 2006, “Corporate social responsibility and resource-based perspectives”, *Journal of Business Ethics*, 69, pp. 111–132.
- Brooks, C., Oikonomou, I., 2018, “The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance”, *British Accounting Review*, 50, pp. 1-15.
- Cetindamar, D., 2007, “Corporate Social Responsibility Practices and Environmentally Responsible Behavior: The Case of The United Nations Global Compact”, *Business Ethics*, 76, pp. 163–176.
- Cheng, B., Ioannou, I. & G. Serafeim, 2014, “Corporate Social Responsibility and Access to Finance”, *Strategic Management Journal*, 35 (1), pp. 1-23.
- Corporate Citizenship, 2016, *SDGs & Sectors: A review of the business opportunities - A Report for the Business & Sustainable Development Commission*.
- CONSOB, 2020, *Regime volontario di pubblicazione della Dichiarazione di Carattere Non Finanziario (DNF) - Call for evidence*.
- Dhaliwal, D. S., Zhen Li, O., Tsang, A., Yang, Y.G., 2011, “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting”, *The Accounting Review*, 86 (1), pp. 59-100.
- Eccles, R.G., Serafeim, G., 2013, “The Performance frontier: Innovating for a sustainable strategy”, *Harvard Business Review*, May, pp. 1-10.
- Eccles, R., Ioannou, I., Serafeim, G., 2014, “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance”, *Management Science*, 60 (11), pp. 2835-2857.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., Mishra, D.R., 2011, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 2388-2406.
- Fatemi, A. M., Fooladi, I. J., 2013, “Sustainable finance: A new paradigm”, *Global Finance Journal*, 24, pp. 101-113.
- Fatemi, A., Glaum, M., Kaiser, S., 2018, “ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure”, *Global Finance Journal*, 38, pp. 45-64.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., 2015, “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, pp. 210-233.
- Gibson, R., Krueger, P., Riand, N., Schmidt, P.S., 2019, “ESG Rating Disagreement and Stock Returns”, Working Paper.
- Goss, A., Roberts, G. S., 2011, “The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”, *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 1794-1810.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., 2001, “Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of*

- Accounting and Economics, 31, pp. 405–440.
- Hummel, K., Schlick, C., 2016, “The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure. Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), pp. 455–476.
- Hutchison, P. D., Lee, T. M., 2005, “The decision to disclose environmental information: a research review and agenda”, *Advances in Accounting*, 21, pp. 83–111.
- Ioannou, I., Serafeim, G., 2015, “The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts’ Perceptions and Shifting Institutional Logics”, *Strategic Management Journal*, 36 (7), pp. 1053-1081.
- Ioannou, I., Serafeim, G., 2019, “The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting” in: *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Psychological and Organizational Perspectives*, pp. 452–489.
- ISTAT, 2020, Sostenibilità nelle imprese: aspetti ambientali e sociali, <https://www.istat.it/it/files/2020/06/Sostenibilit%C3%A0-nelle-imprese.pdf>
- Jackson, G., Bartosch, J., Avetisyan, E., 2017, “Regulating Self-Regulation? The Politics and Effects of Mandatory CSR Disclosure in Comparison”, SSRN working paper.
- Janney, J. J., Dess, G., Forlani, D., 2009, “Glass houses? Market reactions to firms joining the UN global compact”, *Journal of Business Ethics*, 90, pp. 407–423.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., Chang, K., 2014, “Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification”, *Financial Management*, 43 (3), pp. 505-531.
- Knudsen, J. S., 2011, “Company delistings from the UN global compact: limited business demand or domestic governance failure?”, *Business Ethics*, 103, pp. 331–349.
- McKinsey, 2019, *The ESG premium: New perspectives on value and performance*.
- Morningstar, 2020, *Global Sustainable Fund Flows. ESG fund assets recover strongly, hitting USD 1 trillion mark in Q2 2020*, July.
- MSCI, 2020, ESG and the cost of capital, <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>
- Ortas, E., Alvarez, I., Garayar, A., 2015, “The environmental, social, governance, and financial performance effects on companies that adopt the United Nations global compact”, *Sustainability*, 7, pp. 1932–1956.
- Orzes, G., Moretto, A. M., Moro, M., Rossi, M., Sartor, M., Caniato, F., Nassimbeni, G., 2020, “The impact of the United Nations global compact on firm performance: A longitudinal analysis”, *International Journal of Production Economics*, 227, 107664.
- Rogers, J., Serafeim, G., 2019, “Pathways to Materiality: How Sustainability Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors”, Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 20-056.
- Sassen, R., Hinze, A. K., Hardeck, I. J., 2016, “Impact of ESG factors on firm risk in Europe”, *Journal of Business Economics*, 86 (8), pp. 867-904.
- Steelman, T. A., Rivera, J., 2006, “Voluntary environmental programs in the United States: whose interests are served?”, *Organization and Environment*, 19(4), pp. 505–526.
- TruValue Labs, 2020, Coronavirus ESG trends, <https://coronavirus.truvaluelabs.com>
- Venturelli, A., Caputo, F., Cosma, S., Leopizzi, R., Pizzi, S., 2017, “Directive 2014/95/EU: Are Italian companies already compliant?”, *Sustainability*, 9 (8), 1385.
- Wang, J., Tian, G., Fan, W. and Luo, D., 2017, “The effect of mandatory regulation on corporate social responsibility reporting quality: evidence from China”, *Journal of Applied Business Research*, 33 (1), pp. 67-86.
- World Economic Forum, 2020, *Measuring Stakeholder Capitalism. Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*.
- Wu, S., Shao, C., Chen, J., 2018, “Approaches on the Screening Methods for Materiality in Sustainability Reporting”, *Sustainability*, 10 (9), 3233.
- Zimmerli, W. C., Richter, K., Holzinger, M., 2007, *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Springer.

---

## Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.

Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Eleonora Pompeo, Gabriele Rossi (Politecnico di Milano), Alberto Villa, Andrea Randone, Fabiola Cofini (Intermonte SIM).



**POLITECNICO**  
MILANO 1863  
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di 200 tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*. Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un orientamento specifico in Finance. Orgogliosamente, gli allievi hanno gareggiato in competizioni universitarie nazionali e internazionali in ambito finanziario come il CFA Institute Research Challenge e la Global Investment Banking Valuation Olympiad collezionando negli ultimi anni un gran numero di successi.

Molti sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, assicurazioni, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: [www.som.polimi.it](http://www.som.polimi.it)

Quaderni di ricerca precedenti:

- n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)
- n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)
- n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)
- n. 4 Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (gennaio 2020)



