



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra di Impact and Integrated Reporting

La rendicontazione non finanziaria; applicazione sperimentale al
mercato delle piccole e medie imprese italiane.

RELATORE

Prof.ssa Francesca Di Donato

CANDIDATO

Ilaria Callegari

Matr. 697521

CORRELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - LA DISCLOSURE AZIENDALE	3
1.1 La nozione di accountability	3
1.2 La corporate disclosure	5
1.3 Mandatory disclosure	5
1.3.1 Direttiva 2014/95/UE - Direttiva europea sulla rendicontazione non finanziaria	8
1.4 Voluntary disclosure	11
1.4.1 Teorie sottostanti.....	12
1.4.2 Motivazioni e vincoli della voluntary disclosure.....	15
CAPITOLO 2 - LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA, IL BILANCIO DI SOSTENIBILITA' E IL BILANCIO INTEGRATO	20
2.1 Il contesto internazionale tra obbligo e volontarietà	22
2.2 Strumenti di rendicontazione e responsabilità	24
2.3 GRI Sustainability Reporting Standards	28
2.3 La rendicontazione integrata	29
2.4 Il concetto di “integrated thinking”	31
2.5 L’International <IR> Framework	33
CAPITOLO 3 - INTRODUZIONE AD AIM ITALIA E SVILUPPO DEI PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR)	36
3.1 Principali caratteristiche del mercato AIM Italia: overview e risultati	36
3.2 Requisiti formali in fase di quotazione	37
3.3 Requisiti sostanziali per l’ammissione	38
3.4 Il ruolo dell’Investor Relations: l’importanza della comunicazione	39
3.5 Introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) e relativi benefici fiscali	40
CAPITOLO 4 - L’ANALISI SPERIMENTALE: CREAZIONE DI UN RATING ESG PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE	42
4.1 Definizione del campione	42
4.1 Il processo di content analysis dei siti istituzionali	51
4.2.1 Comunicazione di Corporate Governance nei siti internet istituzionali delle aziende AIM Italia.....	57
4.2.2 Comunicazione Socio-Ambientale nei siti internet istituzionali delle aziende AIM Italia	62
4.3 Creazione del Rating ESG: la metodologia	69
4.4 Risultati	76
CONCLUSIONI	79
BIBLIOGRAFIA	82

INTRODUZIONE

La salvezza del nostro pianeta, ormai già fortemente compromessa, non può prescindere da scelte industriali ed economiche basate sul rispetto dell'ambiente, l'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili e l'eliminazione o la forte riduzione della produzione di rifiuti industriali e domestici. Un eclatante esempio di questi giorni (a cavallo tra l'anno scorso ed il corrente) è il tragico incendio che sta devastando il continente australiano provocato da variazioni climatiche già previste ma che purtroppo si stanno manifestando più marcate di quanto non si potesse immaginare. Parimenti è indispensabile porre attenzione all'attività di impresa in rapporto all'utilizzo delle risorse umane e allo sviluppo della comunità circostante. Gli stakeholder ed i consumatori, sensibilizzati da questi eventi, prendono sempre più coscienza della gravità della situazione e pretendono la massima chiarezza da parte delle organizzazioni, interessandosi sempre più, oltre che alle performance economico-finanziarie, a quelle ambientali e sociali. Da qui l'importanza del social reporting quale strumento essenziale per la trasparente conoscenza delle aziende, che si traduce anche in un vantaggio economico per l'azienda stessa, sebbene i suoi principi e le linee guida, già presenti in varie forme (GRI Sustainability Reporting Standards, International <IR> Framework...) non costituiscano ancora ferree ed obbligatorie regole per la redazione dei bilanci. Un loro organico sviluppo è auspicabile allo scopo di favorirne l'adozione da parte di un sempre maggior numero di organizzazioni, coinvolgendo anche le piccole e medie imprese, per le quali non sussiste l'obbligo, e che, ad oggi, risultano essere riluttanti ad accogliere l'invito, molto spesso per scarsità delle risorse economiche disponibili. La presente tesi prende in esame gli aspetti della rendicontazione obbligatoria e volontaria, finanziaria e non finanziaria per poi passare alla descrizione dello sviluppo, dei metodi e degli strumenti di disclosure non finanziaria. Si descrive successivamente il Mercato Alternativo del Capitale (AIM Italia), composto delle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di

crescita, scelto come fonte dell'analisi sperimentale proposta dal presente elaborato, nonché gli esistenti strumenti di incentivazione per gli investitori (PIR), sempre con riferimento al mercato AIM. Segue un'analisi della totalità delle aziende quotate in questo segmento di Borsa Italiana, secondo una personale proposta di Rating che tenga conto delle istanze ESG (Environmental, Social e Governance) assegnando pari importanza ai tre aspetti considerati. Dall'analisi e dai risultati che ne seguono vengono tratte le opportune conclusioni.

CAPITOLO 1 - LA DISCLOSURE AZIENDALE

1.1 La nozione di accountability

Con il termine accountability si intende generalmente la responsabilità formale e non, in capo ad un soggetto o ad un insieme di soggetti, della performance ottenuta da un'organizzazione per mezzo delle proprie potenzialità, capacità ed etica. Il processo mediante il quale un soggetto rende conto delle proprie attività assumendosene le relative responsabilità è il principio fondante dell'accountability, che può intendersi costituita quindi da due elementi basilari (Marcon, 2007):

- L'assegnazione e l'assunzione della responsabilità di attività predefinite;
- La documentazione e l'attestazione della maniera in cui la responsabilità è stata gestita.

In particolare, per quanto riguarda il secondo elemento occorre evidenziare lo stato effettivo dell'attuazione dell'attività, la finalizzazione completa o parziale degli obiettivi prefissati e il percorso attraverso il quale quest'ultima è stata raggiunta.

Dal punto di vista aziendale, il campo di applicazione del concetto di accountability è esteso al soddisfacimento dei bisogni dei differenti stakeholder, alla misurazione, valutazione e monitoraggio, volto al miglioramento continuo, della prestazione in termini di efficacia, efficienza, accesso, qualità, equità ed equilibrio economico-finanziario della produzione ed erogazione di prodotti e/o servizi, alla divulgazione della prestazione stessa agli stakeholder. Ne consegue dunque una forte interdipendenza tra tale concetto e la performance aziendale, che genera l'esigenza di associare gli strumenti di accountability alle pratiche di Performance Measurement e Performance Management. Tra i numerosi meccanismi di accountability vale la pena citare:

- Il coinvolgimento degli stakeholder nei processi di formulazione delle policy aziendali;
- Il coinvolgimento degli stakeholder nel governo delle istituzioni;
- L'utilizzo di strumenti legali quali norme legislative, amministrative, accordi, contratti ecc.;
- La rendicontazione aziendale.

Nel caso in esame, predomina l'interesse relativo ai profili di rendicontazione, ossia ai mezzi di divulgazione mediante i quali un'azienda identifica la propria responsabilità economica, sociale, ambientale ed incontra le legittime esigenze informative dei propri stakeholder.

1.2 La corporate disclosure

La trasparenza della divulgazione aziendale rappresenta uno dei pilastri fondamentali del governo societario: il suo venire meno o l'uso improprio dell'informativa sono stati spesso causa, nel mondo economico-finanziario, di eclatanti scandali che hanno coinvolto gli stakeholder aziendali, i quali vi facevano affidamento per operare le proprie scelte decisionali (Shehata, 2013). La corporate disclosure è definita nella letteratura contabile come la comunicazione al pubblico dai bilanci aziendali (Ağca & Önder, 2007) o, più estesamente, come la comunicazione di informazioni economiche, finanziarie e non finanziarie, quantitative o riguardanti la posizione finanziaria e la performance aziendale (Owusu-Ansah, 1998). La divulgazione societaria si definisce obbligatoria quando è costituita da informazioni divulgate al fine di soddisfare i minimi requisiti imposti da leggi e regolamenti; qualsiasi informazione eccedente tali limiti si intende volontaria, configurandosi come libera scelta da parte del management aziendale di fornire informazioni contabili e non, ritenute pertinenti ai bisogni decisionali dei destinatari delle relazioni annuali dell'azienda stessa (Meek et al., 1995).

1.3 Mandatory disclosure

La rendicontazione obbligatoria finanziaria delle società quotate si distingue in base alla periodicità della stessa. Le società sono tenute a comunicare le proprie performance all'esterno all'inizio del processo di quotazione, in maniera periodica e in maniera episodica. Per quanto riguarda la prima categoria si citi il prospetto informativo per l'ammissione della società alla quotazione. Lo scopo di tale documento è di fornire informazioni generali circa il titolo emesso, le modalità di determinazione del primo prezzo di quotazione, la struttura societaria (assetto proprietario, management, composizione del patrimonio sociale), l'andamento preventivo e prospettico della gestione. Le informazioni periodiche sono costituite

dal bilancio di esercizio, dal bilancio consolidato, qualora la società sia tenuta a redigerlo, dalle relazioni trimestrali¹ e semestrali². L'informativa episodica si scinde a sua volta in tipica e non tipica. Nella prima categoria rientrano tutte le informazioni a carattere obbligatorio riguardanti le operazioni straordinarie regolate dal Regolamento Emittenti Consob, tra cui:

- fusioni e scissioni (art. 70 Regolamento Emittenti Consob);
- aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura (art. 70 Regolamento Emittenti);
- altre variazioni dell'atto costitutivo ed emissione di obbligazioni (art. 72 Regolamento Emittenti);
- aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione (art. 2441 cod. civ.);
- operazioni di conversione di azioni di categoria in azioni di categoria diversa (art. 72 Regolamento Emittenti);
- acquisto e alienazione di azioni proprie (art. 73 Regolamento Emittenti);
- riduzione capitale sociale per perdite (art. 2446 cod. civ.);
- acquisizioni e cessioni significative (art. 71 Regolamento Emittenti) qualora siano considerate fatti rilevanti a norma dell'art. 66 Regolamento Emittenti.

Costituiscono informativa episodica non tipica tutte le informazioni obbligatorie relative ai cosiddetti fatti rilevanti. Sono considerati rilevanti o *price sensitive* quei fatti attinenti alla sfera operativa degli emittenti quotati che, se portati a conoscenza del pubblico, possono sensibilmente influenzare il prezzo degli strumenti finanziari. I fatti *price sensitive* possono dunque riguardare operazioni direttamente compiute sugli strumenti finanziari oppure attività inerenti alla

¹ Art 82 Regolamento emittenti Consob

² Art. 2428 codice civile e art. 81 Regolamento Emittenti della Consob

gestione aziendale aventi incidenza sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria degli emittenti quotati stessi³.

La rendicontazione obbligatoria può avere, inoltre, carattere non finanziario. Questo filone di letteratura si rifà ai temi della trasparenza aziendale, della sostenibilità aziendale e del risk management. Allo scopo di rendere omogeneo il linguaggio dei documenti societari destinati agli investitori e, più in generale agli stakeholder, e di agevolarne la comprensione, sono state emanate, a partire dagli anni 90, direttive internazionali, comunitarie, nazionali e decreti legislativi. A livello europeo si riportano i seguenti interventi legislativi:

- La c. d. “*Modernization Directive*” (Direttiva 2003/51/CE), recepita in Italia con il D. Lgs. 32/2007 e destinata ad estendere il raggio d’azione dell’art. 2428 cc. (Relazione sulla gestione), prevede che nella Relazione sulla gestione siano riportati, oltre alla descrizione della situazione societaria e dell’andamento della gestione, informazioni riguardanti l’ambiente, il personale, i rischi e le incertezze cui la società è sottoposta.
- La c. d. “*Transparency Directive*” (Direttiva 2004/109/CE), recepita in Italia con il D. Lgs. 195/2007, impone agli emittenti di valori mobiliari di includere nell’informativa di bilancio la descrizione dei principali rischi e incertezze cui sono esposti e introduce nuove competenze per i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili, tra cui l’attestazione della veridicità della documentazione contabile, della corrispondenza dei bilanci societari ai principi contabili internazionali IAS/IFRS e della presenza di una descrizione dei principali rischi ed incertezze cui sono esposte le società.
- Direttiva 2013/34/UE: la direttiva 2013/34/UE, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea il 29 giugno 2013 e destinata a tutte le imprese a partire dai bilanci 2016, ha abrogato le precedenti direttive in

³Guida per l’informazione al mercato, Forum Ref, 2002

materia di bilanci annuali e consolidati (le direttive 78/660/CEE per il bilancio annuale e 83/349/CEE per il bilancio consolidato) con l'obiettivo di ridurre/semplificare gli oneri amministrativi, soprattutto per le piccole imprese, aumentare la chiarezza e la comparabilità dei bilanci, in particolare per quelle categorie di imprese che svolgono attività transfrontaliere coinvolgendo un maggior numero di parti esterne interessate, tutelare le esigenze degli utilizzatori dei bilanci conservando le informazioni contabili ad essi necessarie, migliorare la trasparenza dei pagamenti ai governi da parte di imprese delle industrie estrattive e di imprese utilizzatrici di aree forestali primarie.

- Direttiva 2014/95 UE (direttiva europea sulla rendicontazione non finanziaria).

1.3.1 Direttiva 2014/95/UE - Direttiva europea sulla rendicontazione non finanziaria

La direttiva 2014/95/UE riguardante la divulgazione di informazioni non finanziarie, recepita nell'ordinamento italiano dal decreto legislativo 254 del 30 dicembre 2016, si rivolge alle grandi imprese che rappresentino enti di interesse pubblico, ossia imprese di assicurazione e riassicurazione, società emittenti sui mercati regolamentati UE e banche, le quali siano in possesso dei seguenti requisiti minimi:

- numero di dipendenti non inferiore a 500;
- Stato Patrimoniale attivo maggiore di €20.000.000;
- Ricavi Netti maggiori di €40.000.000.

Tali imprese, a partire dal 2017, sono tenute a redigere e pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario individuale o consolidata, qualora la società emittente sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato (Direttiva

2014/95/UE). Tale dichiarazione può essere inclusa nella Relazione sulla gestione in apposita sezione o costituire relazione distinta. Il decreto prevede che la rendicontazione contenga informazioni nella misura necessaria per comprendere sviluppo, prestazioni, posizione e impatto dell'attività dell'emittente circa i cinque ambiti informativi previsti, ossia questioni ambientali, sociali e dei dipendenti, rispetto dei diritti umani e lotta alla corruzione. Tali informazioni devono includere come minimo:

- una breve descrizione del modello di business dell'impresa;
- una descrizione delle politiche perseguite dall'impresa in relazione a tali questioni, comprese le procedure di dovuta diligenza attuate;
- l'esito di tali politiche;
- i principali rischi connessi alle operazioni dell'impresa, compresi, se pertinenti e proporzionati, i suoi rapporti commerciali, prodotti o servizi che potrebbero provocare impatti negativi nei cinque ambiti descritti e il modo in cui l'impresa gestisce tali rischi;
- key performance indicator (KPIs) non finanziari rilevanti per la particolare impresa.

In particolare, si noti che le informazioni richieste possono essere suddivise secondo due diverse prospettive di analisi o campi informativi: gli enti di interesse pubblico sono, infatti, tenuti a rendicontare circa la strategia aziendale e circa l'impatto delle attività aziendali rispetto ai cinque ambiti informativi sopra citati (ItaliaCamp, 2019)⁴.

Per quanto riguarda lo standard di riferimento è possibile utilizzare le metodologie di rendicontazione emanate da autorevoli organismi sovranazionali, internazionali o nazionali, di natura pubblica o privata, ovvero, in alternativa, è consentito l'uso di metodologie autonome di valutazione, qualora si ritenga che la metodologia standard non sia idonea a soddisfare correttamente e chiaramente gli obblighi

⁴ ItaliaCamp è l'associazione che, in collaborazione con l'Università LUISS Guido Carli e AS Roma, realizza il corso didattico "Impact & Integrated Reporting", il quale ha ispirato il presente elaborato.

informativi richiesti dal decreto legislativo e dalla Direttiva, purché sia efficacemente giustificata e descritta la metodologia adottata (D. Lgs 245, 2016). La rendicontazione di carattere non finanziario deve essere sottoposta ad un processo di approvazione interna che prevede l'iniziale approvazione del Cda e la verifica del revisore, il quale, constatata la predisposizione del documento a cura degli amministratori, rilascia l'attestazione di conformità della dichiarazione in relazione alle prescrizioni di legge ed alle metodologie utilizzate. Infine, tale dichiarazione è soggetta a deposito presso il competente registro delle imprese (ItaliaCamp, 2019).

Inoltre, sono previste sanzioni amministrative pecuniarie in caso di mancato deposito della dichiarazione, deposito post-scadenza, rendicontazione non conforme alla metodologia di rendicontazione utilizzata e presenza di informazioni false o omissione delle stesse (D. Lgs 254, 2016).

1.4 Voluntary disclosure

A fianco dell'informativa obbligatoria, le aziende forniscono informazioni volontarie con lo scopo di differenziarsi rispetto ai competitor e farsi conoscere meglio dagli investitori (Beretta, 2007). Sono considerate informazioni volontarie tutte le informazioni non prescritte da obblighi normativi. In particolare, l'informativa volontaria amplia il raggio di azione della disclosure aziendale e raggiunge tutti gli ambiti della gestione, fornendo al pubblico informazioni di tipo quantitativo e qualitativo non strettamente "contabili" (PwC, 2014). L'informativa volontaria è anche detta integrativa in quanto la rendicontazione obbligatoria, sottoposta quindi ad obbligo di revisione, e la divulgazione volontaria di informazioni sono meccanismi complementari per comunicare con gli investitori, non sostitutivi uno dell'altro (Ball et al, 2011). Inoltre, fornire informazioni su base volontaria risulta essere un efficace espediente per ridurre le asimmetrie informative tra manager e investitori (Ball, 2013). Similmente alle dichiarazioni a carattere obbligatorio, anche la rendicontazione volontaria può essere suddivisa in informativa financial e non financial. Per quanto concerne la prima categoria, si citano management forecast, press releases, conference call, presentazioni e website. Rientrano nella seconda categoria, invece, le informazioni rispondenti alle istanze Environmental, Social and Governance (ESG). Le aziende diffondono su base volontaria informazioni relative al proprio impegno ambientale (principalmente in termini di efficienza energetica, riciclo e lotta agli sprechi, energie rinnovabili), al proprio impegno nei rapporti con gli stakeholder interni ed esterni all'azienda stessa e relative alla governance aziendale, basandosi sull'assunto che il buon governo dell'impresa minimizza i rischi gestionali e reputazionali e massimizza la redditività del capitale nel medio e lungo termine (La Posta, 2017).

Tali informazioni sono contenute in documenti che accompagnano la rendicontazione obbligatoria, quali la relazione sulla gestione a cura degli

amministratori, la relazione di revisione, il bilancio dell'intangibile, il report di sostenibilità, il bilancio sociale, il bilancio integrato e il bilancio d'impatto.

Infine, basandosi sui fatti che le normative relative alla rendicontazione non finanziaria lasciano un ampio margine di discrezionalità (v. D. Lgs 254/16 di cui sopra) e che le imprese forniscono voluntary disclosures se i benefici sono maggiori dei costi, si può affermare che l'eshaustività delle informazioni che un'azienda decide di rendere pubbliche dipende dagli obiettivi e dalle finalità poste in essere dall'azienda stessa mediante tali comunicazioni. Dunque, si può affermare che la sostanziale differenza tra l'informativa obbligatoria e volontaria consiste nella diversa finalità; la prima ha lo scopo principalmente di tutela dei terzi e di garanzia informativa per gli stakeholder mentre la seconda è finalizzata fondamentalmente all'integrazione di informazioni di carattere strategico (Abeysekera, 2013).

1.4.1 Teorie sottostanti

Alla base della propensione aziendale alla comunicazione di informativa addizionale rispetto alle previsioni normative possono essere individuati noti approcci interpretativi nella letteratura manageriale e socio-economica. Le teorie comunemente utilizzate in letteratura per spiegare la divulgazione volontaria di informazioni sono la teoria dell'agenzia, la teoria dei segnali, la teoria del bisogno di capitale e la teoria della legittimazione (Shehata, 2013).

Jensen & Meckling (1976: 308) definiscono il rapporto di agenzia come un contratto in base al quale, una o più persone (principali) incaricano un'altra persona (agente) a svolgere, per proprio conto, un servizio che preveda la delega di alcune autorità decisionali a quest'ultimo. Dal punto di vista aziendale, gli agenti rappresentano il management, mentre i principali rappresentano gli azionisti. I costi di agenzia derivano dal presupposto che agenti e principali, abbiano interessi diversi e ciascuno cerchi di massimizzare la propria utilità mettendo in atto comportamenti opportunistici. I costi di monitoraggio sono sostenuti dai principali

(azionisti) per limitare le attività anomale degli agenti. Gli agenti (manager) sostengono i costi di obbligazione per garantire che, dalle proprie decisioni e conseguenti azioni, non derivi alcun danno agli interessi del principale. Si realizza una perdita residua quando le decisioni degli agenti divergono dalle decisioni che massimizzerebbero il benessere del principale. Di conseguenza, il costo dell'agenzia è la sommatoria del costo di monitoraggio, del costo di obbligazione e della perdita residua (Jensen e Meckling, 1976).

La relazione dell'agenzia evidenzia il problema dell'asimmetria informativa dovuta al fatto che i manager hanno accesso ad una maggiore quantità di informazioni rispetto agli azionisti (Jensen e Meckling, 1976). I contratti ottimali rappresentano uno strumento per mitigare il problema dell'agenzia in quanto aiutano ad allineare gli interessi degli azionisti agli interessi dei manager (Healy & Palepu, 2001). Inoltre, anche la disclosure volontaria costituisce un mezzo idoneo sia a convincere i soggetti esterni che i manager agiscono in modo ottimale (Watson et al., 2002) sia a mitigare il problema dell'agenzia in quanto la rivelazione di informazioni aggiuntive riduce gli agency cost (Barako et al., 2006).

Sebbene la teoria dei segnali sia stata originariamente sviluppata per chiarire l'asimmetria informativa nel mercato del lavoro (Spence, 1973), può essere utilizzata anche per spiegare la divulgazione volontaria delle informazioni aziendali (Ross, 1977). A causa del problema dell'asimmetria informativa, le aziende segnalano agli investitori determinate informazioni per differenziarsi rispetto alla concorrenza, attrarre investimenti e migliorare la propria reputazione sul mercato (Verrecchia, 1983). Dunque, si può affermare che la divulgazione volontaria costituisce uno dei mezzi di segnalazione, con cui le aziende rivelano più informazioni di quelle obbligatorie richieste da leggi e regolamenti per palesare la propria superiorità (Campbell et al., 2001).

Presupposto che le società mirano ad attrarre finanziamenti esterni per aumentare il proprio capitale, sia attraverso il debito che attraverso l'equity, una terza teoria,

quella del bisogno di capitale, suggerisce che la divulgazione volontaria aiuti le aziende a soddisfare la necessità di ottenere capitali a basso costo (Choi, 1973), e che, per contro, la competizione per questi ultimi induca le aziende ad un maggiore sforzo comunicativo (Financial Accounting Standards Board, 2001). Ciò si spiega con il fatto che il costo del capitale include un premio per l'incertezza degli investitori in ordine all'adeguatezza e l'accuratezza delle informazioni aziendali disponibili. Pertanto, la riduzione del costo del capitale di un'impresa si ottiene quando gli investitori sono in grado di interpretare le prospettive economiche della società, oltre che attraverso le informazioni obbligatorie, anche mediante l'ausilio di quelle volontarie integrative (Financial Accounting Standards Board, 2001). Si ritiene che la disclosure volontaria sia inversamente proporzionale rispetto al costo del capitale; maggiore è la divulgazione informativa, minore è il costo di quest'ultimo (Botosan, 2006).

Una quarta teoria, quella della legittimazione, rifacendosi al concetto di contratto sociale tra l'azienda e la società in cui essa è inserita (Magness, 2006), presuppone che un'organizzazione non abbia il diritto di esistere a meno che i suoi valori non siano percepiti come corrispondenti a quelli della comunità di riferimento (Dowling & Pfeffer, 1975; Lindblom, 1994; Magness, 2006). Poiché l'azienda ottiene legittimazione ad operare in base alle percezioni della società circa le proprie dinamiche interne, rischi e risultati, il management divulga informazioni per condizionare l'opinione degli stakeholder esterni (Cormier et Gordon, 2001). La reportistica annuale è considerata quindi un'importante fonte di legittimazione (Dyball, 1998; O'Donovan, 2002); ciò può avvenire attraverso divulgazioni obbligatorie e comunicazioni volontarie (Magness, 2006; Lightstone & Driscoll, 2008).

1.4.2 Motivazioni e vincoli della voluntary disclosure

I fattori che influenzano la necessità di disclosure volontaria sono stati esaminati, in letteratura, da Healy & Palepu (2001) e Graham et al. (2005); in particolare, gli elementi che condizionano le decisioni del management di divulgare volontariamente informazioni sono stati classificati in motivazioni e vincoli. Le motivazioni alla divulgazione volontaria includono transazioni sui mercati dei capitali e asimmetria delle informazioni, mantenimento del controllo societario, piani di stock compensation, maggiore copertura degli analisti, segnalazione del talento del management e limiti della divulgazione obbligatoria. I limiti della divulgazione volontaria comprendono: divulgazioni precedenti, costi proprietari, costi di agenzia e costi politici. I litigation cost possono essere considerati sia motivazioni che vincoli.

Quando il management di una società vuole emettere nuovo capitale attraverso equity o debito, affinché il costo del finanziamento esterno e del capitale siano ridotti, è necessario diminuire la percezione degli investitori nei confronti dell'asimmetria informativa tra manager ed investitori stessi (Myers & Majluf, 1984). La divulgazione volontaria delle informazioni può aiutare dunque a raggiungere tale obiettivo (Diamond & Verrecchia, 1991; Kim & Verrecchia, 1994; Healy & Palepu, 2001; Graham et al., 2005). Un'importante conseguenza della riduzione dell'asimmetria informativa è inoltre l'accresciuta liquidità dei titoli azionari sui mercati finanziari in quanto un'informativa societaria trasparente riduce l'incertezza degli investitori circa il proprio investimento ed aumenta dunque la velocità con cui vengono scambiati i titoli stessi (Zona, 2015).

La possibilità di sottovalutazione del valore aziendale costituisce un altro motivo di voluntary disclosure; il management è incentivato a divulgare informazioni volontarie al fine di ridurre tale possibilità, soprattutto nel caso in cui le scarse performance azionarie siano associate al turnover dei CEOs (Warner et al., 1988;

Weisbach, 1988). Di conseguenza, quindi, i manager aumentano la divulgazione informativa al fine di mantenere il controllo societario, giustificare le scarse prestazioni del titolo azionario e ridurre la possibilità di sottovalutazione delle azioni societarie (Healy e Palepu, 2001).

Premiare i manager con piani di compensazione stock-based, quali i diritti di rivalutazione delle azioni e le stock option grant, rappresenta un ulteriore incentivo alla divulgazione volontaria delle informazioni societarie (Healy & Palepu, 2001; Graham et al., 2005), in quanto, in primo luogo, rappresenta un incentivo per i manager stessi a ridurre i costi contrattuali associati alla distribuzione di stock option per i nuovi dipendenti, quando essi agiscono nell'interesse degli azionisti esistenti (Aboody & Kasznik, 2000). In secondo luogo, qualora i manager siano interessati a scambiare le proprie azioni, tali meccanismi inducono questi ultimi a rivelare informazioni private per rispettare le restrizioni delle regole di insider trading e correggere eventuali percezioni di sottovalutazione prima della scadenza dei premi di stock option (Healy & Palepu, 2001; Graham et al., 2005).

L'aumento della divulgazione informativa volontaria, inoltre, riduce il costo dell'acquisizione delle informazioni da parte degli analisti in quanto la divulgazione delle informazioni relative al management aziendale non è richiesta totalmente dalla mandatory disclosure. Il numero di analisti cui è assegnato il compito di seguire la società aumenta come risultato diretto dell'incremento della quantità di informazioni a loro disposizione (Bhushan, 1989a, b; Lang & Lundholm, 1996; Graham et al., 2005).

La percezione che hanno gli investitori della capacità dei manager di prevedere i futuri cambiamenti nell'ambiente economico della società e di rispondere ad essi, è una delle determinanti del valore di mercato di un'azienda. Di conseguenza, i dirigenti talentuosi divulgano volontariamente informazioni sulle previsioni degli utili per rivelare le proprie capacità manageriali (Trueman, 1986; Healy & Palepu,

2001; Graham et al., 2005). Graham et al. (2005) sostengono che i manager limitino le informazioni addizionali che possono essere utilizzate contro di loro dalle autorità di regolamentazione.

Poiché le normative e le leggi che regolano la divulgazione obbligatoria solitamente non soddisfano appieno la necessità informativa degli investitori (Graham et al., 2005), in quanto nella maggior parte dei casi forniscono a questi ultimi la quantità minima di informazioni utili nel processo decisionale (Al-Razeen & Karbhari, 2004), sorge la necessità di divulgazione volontaria di informazioni. Di conseguenza, la voluntary disclosure viene generalmente percepita come strumento atto a colmare le lacune della divulgazione obbligatoria (Graham et al., 2005).

I fattori che limitano o impediscono al management di divulgare informazioni aziendali su base volontaria, identificati da Graham et al. (2005), sono la presenza di precedenti di divulgazione, costi proprietari, costi di agenzia, costi politici e litigation cost.

In primo luogo, stabilire un precedente di divulgazione implica che i manager mantengano lo stesso pattern in futuro, anche in occasioni in cui preservare tale modello può risultare difficoltoso (Graham et al., 2005). Inoltre, stabilito un precedente, il mercato si aspetta che la società mantenga il pattern di divulgazione volontaria sia in condizioni di andamento gestionale positivo che in condizioni sfavorevoli. Questo fornisce quindi un incentivo per i manager a ridurre la disclosure volontaria (Graham et al., 2005).

Sono definite proprietarie tutte le informazioni la cui divulgazione può potenzialmente alterare i futuri guadagni di un'impresa al lordo delle retribuzioni del top management, e.g. informazioni che potrebbero influenzare negativamente la domanda per prodotti e/o servizi dell'azienda stessa (Dye, 1985). Di conseguenza, dunque, è possibile che il management preferisca non divulgare

informazioni potenzialmente in grado di influenzare il posizionamento competitivo della propria azienda sul mercato, nonostante ne potrebbe trarre beneficio in termini di diminuzione del costo del capitale associato. Assodato che i costi di proprietà rappresentano lo svantaggio competitivo (Campbell et al., 2001), si può affermare che i manager rivelano informazioni volontarie circa le performance aziendali, qualora l'azienda, presente su più segmenti di mercato, abbia prestazioni diverse associate a questi ultimi (Hayes & Lundholm, 1996; Healy & Palepu, 2001). D'altro canto, è possibile prevedere che aziende con una redditività decrescente comune in tutti i segmenti di mercato in cui operano, siano maggiormente portate a rivelare informazioni settoriali (Piotroski, 1999).

Nanda et al. (2003) e Berger e Hann (2003) sostengono che le questioni di agenzia siano un'importante ragione della ridotta divulgazione volontaria. Il desiderio dei dirigenti di tenere lontane dall'attenzione di azionisti e obbligazionisti le questioni non prioritarie, come preoccupazioni di carriera e reputazione esterna, è uno dei fattori che limita la divulgazione volontaria (Graham et al., 2005).

In generale, i manager preferiscono non rivelare informazioni volontarie che potrebbero essere usate contro di loro dai soggetti regolatori (Graham et al., 2005). Secondo Watts & Zimmerman (1978) i costi politici dipendono dalle dimensioni dell'azienda; le grandi società con profitti elevati presentano una maggiore tendenza a ridurre il livello di divulgazione volontaria dell'informazione al fine di evitare di subire attacchi politici, i.e. la minaccia di nazionalizzazione, e di ridurre l'attenzione attesa dovuta all'esposizione di alti profitti al pubblico (Wallace et al., 1994; Camfferman & Cooke, 2002; Alsaeed, 2006). Tra i costi politici sostenuti dalle aziende vi sono anche le imposte sul reddito, le quali dipendono fortemente dagli utili dichiarati; più elevati sono i profitti dichiarati, maggiori sono le imposte sui profitti aziendali (costi politici) sostenuti dalle aziende stesse.

Infine, i contenziosi sono considerati dalla letteratura sia come motivazione ad aumentare la divulgazione sia come vincolo contro la divulgazione stessa. Da un lato, i manager sono incoraggiati ad aumentare la disclosure volontaria per non essere sottoposti ad azioni legali derivanti da dichiarazioni non tempestive o inadeguate e sono incentivati a prestare la dovuta attenzione nel divulgare una maggiore quantità di informazioni, specie nel caso di bad news, al fine di limitare la minaccia di contenziosi (Skinner, 1994, 1997, Francis et al., 1994). D'altro canto, i manager possono ridurre le rivelazioni volontarie di informazioni prospettiche a seguito di contenziosi, soprattutto se rischiano di essere penalizzati a causa delle proprie previsioni (Healy & Palepu, 2001; Graham et al., 2005).

CAPITOLO 2 - LA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA, IL BILANCIO DI SOSTENIBILITA' E IL BILANCIO INTEGRATO

La metà del secolo scorso ha visto svilupparsi una nuova sensibilità dei cittadini verso le tematiche etiche ed ambientali, tanto da indurre le aziende a considerare strategico l'insieme delle relazioni con gli stakeholder e consigliarle di investire parte delle loro risorse nella ricerca della trasparenza e del dialogo con l'intera platea degli attori interessati circa tali argomenti. A questo fenomeno va, quindi, ricondotta la nascita della rendicontazione sociale e lo sviluppo delle prime linee guida standardizzate per il reporting socio-ambientale e di sostenibilità.

La rendicontazione delle interazioni tra l'impresa (e le sue attività) con i dipendenti, la comunità, i clienti, gli altri stakeholder e con l'ambiente in genere costituisce, unitamente alla descrizione ed all'analisi delle relative conseguenze, quello che è definito come Social Accounting (Gray, 2000). Il contenuto del report dovrebbe, pertanto, essere l'insieme combinato tra le informazioni descrittive non finanziarie e quelle qualitative, ma non quantificabili, che affrontano e sviluppano le tematiche relative alla totalità delle interazioni appena descritte. Si evidenzia, pertanto, che il fine del Social Accounting si configura con la necessità e con la volontà di rendere palesi agli stakeholder, o più estesamente, alla comunità le ricadute sociali ed ambientali dell'organizzazione economica allo scopo di soddisfare le loro aspettative in ordine alla responsabilità aziendale.

Il reporting sulla Responsabilità Sociale d'Impresa ha preso piede negli ultimi anni tanto da divenire un fenomeno esteso, globale, sebbene soggetto, in quelli più recenti, ad un percettibile rallentamento. Secondo uno studio di KPMG sulla situazione della rendicontazione sociale, risulta che il suo tasso di diffusione tra le 250 aziende più importanti nel mondo, monitorato globalmente nel periodo che va dall'anno 1993 all'anno 2015, sia aumentato di ben 47 punti percentuali, tanto da oscillare, negli ultimi quattro anni, tra il 90% ed il 95% delle aziende prese in esame, attestandosi, in particolare, al 92% nell'anno 2015. Nell'ambito delle prime cento aziende, invece, si è registrato, dall'anno 1993, un incremento di ben 60

punti che ha portato, nel successivo anno 2015, alla percentuale del 73% il numero delle imprese che hanno redatto un bilancio di sostenibilità o sociale (KPMG, 2015).

Tra le varie motivazioni che inducono le aziende alla rendicontazione sulla responsabilità d'impresa, sempre che la stessa non sia imposta, vale la pena di evidenziare quelle di seguito riportate:

- nel lungo periodo, l'uso strategico della rendicontazione sociale può dimostrarsi valido mezzo di promozione aziendale capace di un ritorno per il miglioramento d'immagine e l'aumento del profitto;
- la rendicontazione sociale si rivela quale adeguata risposta alle aspettative esterne a vantaggio degli interessi degli stakeholder;
- essa contribuisce all'instaurazione di un positivo clima di dialogo che migliora le relazioni con i soggetti portatori di risorse e competenze indispensabili alla conduzione dell'impresa ed alla realizzazione dei prefissati risultati economici;
- contribuisce, inoltre, a mezzo della comunicazione aperta verso l'esterno, alla tutela ed al miglioramento dell'immagine dell'azienda rafforzandone la reputazione;
- la rendicontazione costituisce il quadro etico dell'impresa esaltandone i valori morali e garantendo il suo rispetto del principio di trasparenza nei confronti della totalità degli stakeholder.

Al Social Accounting si possono attribuire quattro funzioni fondamentali (Parker, 1986):

- monitoraggio e valutazione dell'impatto sociale ed ambientale delle attività d'impresa;
- verifica dell'efficacia dei progetti posti in essere ed il grado di soddisfacimento degli obiettivi sociali ed ambientali previsti;
- corretta informazione alla società, nel suo complesso, in ordine alle responsabilità sociali ed ambientali che l'impresa si è assunta;

- creazione e organizzazione di un sistema informativo, sia interno che esterno, di valutazione ed analisi delle risorse e dei successivi impatti sociale, ambientale ed economico.

2.1 Il contesto internazionale tra obbligo e volontarietà

Gli anni attorno il 1970 vedono la nascita di un primo progetto di rendicontazione sociale in Germania dove il Sozialbilanz-Praxis lo allegava a quello d'esercizio, evidenziando tre aspetti dell'attività d'impresa (Francesconi, 2007):

- la descrizione degli obiettivi sociali e la rendicontazione dei relativi risultati;
- la determinazione del valore aggiunto;
- l'analisi dei costi e dei benefici della gestione sociale.

Questo primo esempio portò alla formulazione (Congresso di Strasburgo del 1983) di un modello di rendicontazione sociale costituito da tre parti:

- il rapporto sociale vero e proprio per la lettura della creazione del valore aggiunto e la descrizione delle relazioni con i dipendenti in funzione delle politiche aziendali;
- le chiavi d'interpretazione per comprendere le modalità di determinazione dei valori del rapporto sociale;
- la sintesi dei risultati sociali raggiunti e la formulazione degli obiettivi prefissati per il futuro.

La cultura della responsabilità sociale d'impresa si sta diffondendo in Europa ove l'Unione invita le aziende alla formulazione di una rendicontazione che tenga conto dei tre fondamentali aspetti sociale, ambientale ed economico. Ciò in linea con gli orientamenti internazionali e le direttive delle principali organizzazioni che si occupano della materia. Lo stesso avviene negli altri continenti con l'introduzione, in alcuni Stati, di indicazioni ed obblighi di rendicontazione

sociale. Vale la pena accennare al King III Code of Governance Principles (2009) che, in Sud Africa, obbliga le società quotate nella Borsa di Johannesburg e tutti gli altri enti pubblici, privati e non profit, alla pubblicazione di un unico report integrato che contenga le informazioni di governance, strategia e sostenibilità redatto secondo le linee guida GRI (Institute of Directors in Southern Africa, 2009).

Gli otto paesi che registrano il tasso più elevato di social reporting (India, Indonesia, Malesia, Sud Africa, Regno Unito, Francia, Danimarca e Norvegia) risultano soggetti agli obblighi della rendicontazione sociale imposti dalle norme di legge o richiesti dai mercati borsistici. Ad esempio si citi l'India ove, sin dall'anno 2013, il governo obbliga le maggiori imprese all'inserimento, nel report annuale, dei dettagli relativi ai progetti di Corporate Social Responsibility intrapresi, con il conseguente raggiungimento, di questo Paese emergente, del primato nella diffusione della rendicontazione sociale (KPMG, 2015). La volontarietà della rendicontazione sociale, di fatto quantitativamente inferiore a quella su base obbligatoria, risulta, però, qualitativamente superiore a quest'ultima in quanto frutto di una spontanea responsabilità che si concretizza in un maggiore impegno e accuratezza relativamente alle questioni fondamentali per la conduzione dell'impresa. Per contro, la spontaneità, non sempre scevra dall'intenzione di utilizzo della rendicontazione sociale quale strumento di promozione dell'immagine, ha creato un insieme di report notevolmente disomogenei, mal articolati che vengono a costituire una mera elencazione di fatti, ma soprattutto d'intenti, a favore degli stakeholder, dell'ambiente e del generale contesto in cui opera l'azienda. È, invece, auspicabile che i report evidenzino le questioni sociali con diretto riferimento alla strategia aziendale per spigarne le ricadute nello sviluppo sociale.

In tal senso, si sta diffondendo la tendenza all'integrazione tra dati socio-ambientali ed economico-finanziari, anziché relegare i primi in documenti dedicati.

Infatti, nell'anno 2015, il 56% delle prime cento aziende al mondo ha inserito la rendicontazione sociale nel proprio report annuale con l'intento di rendere più chiare ed accessibili le informazioni non finanziarie per due seguenti essenziali ragioni (KPMG, 2015).

Innanzitutto, va evidenziata la sempre maggiore importanza che gli azionisti riconoscono alle informazioni non finanziarie, che li rendono edotti dei rischi e fanno loro conoscere le opportunità aziendali.

In secondo luogo, si sottolinea l'obbligatorietà sancita da borse e governi in ordine all'inserimento di tali informazioni all'interno dei report annuali al fine di migliorare la quantità e la qualità della rendicontazione sociale, in modo da dialogare con gli stakeholder e fornire loro anche validi strumenti di comparazione.

2.2 Strumenti di rendicontazione e responsabilità

Allo scopo di rendere visibile l'etica dell'azienda ed il suo rispetto delle norme internazionali a salvaguardia dei diritti umani, dei lavoratori in particolare, e dell'ambiente, si fa ricorso a strumenti di responsabilità tra cui il codice etico e comportamentale, il Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ex D.Lgs 231/01, la carta dei valori aziendali e l'insieme delle certificazioni sui prodotti e sull'ambiente. Tale impegno si attua a fronte dell'adesione ad organizzazioni internazionali preposte allo sviluppo della sostenibilità sociale ed al rispetto dell'ambiente nonché all'inclusione di tali parametri negli indici borsistici.

Si descrivono, nel dettaglio, tali strumenti:

- Il codice etico, volontariamente redatto, codifica il comportamento aziendale governando le relazioni con gli stakeholder ed i propri dipendenti. I primi codici hanno origine in Gran Bretagna attorno all'anno 1970, mentre in Italia compaiono a partire dall'anno 2001 a seguito del decreto legislativo n. 231 che disciplinava la responsabilità amministrativa

raccomandando la loro adozione alla stregua di una “carta costituzionale” dell’impresa finalizzata all’assunzione delle responsabilità etiche e sociali dei dipendenti. Il codice etico, approvato dal Consiglio di Amministrazione, viene attuato attraverso il Comitato Etico, interno all’azienda, il cui compito, oltre che la diffusione del codice stesso, è anche quello di ricevere segnalazioni in caso di violazione e provvedere alle conseguenti sanzioni. Ai codici etici possono essere affiancati anche “codici di comportamento” e “carte dei valori”;

- La certificazione SA8000 (Social Accountability 8000), pubblicata per la prima volta nel 1997 e poi successivamente aggiornata dal CEPAA (Council of Economical Priorities Accountability International), rappresenta uno standard relativo alla responsabilità sociale in materia di diritti umani e di quelli fondamentali dei lavoratori: essa fa proprie le norme dell’Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO), quelle della Dichiarazione Universale dei Diritti dell’Uomo (1948) e della Convenzione dell’ONU in materia di infanzia e adolescenza (1989). Permette il controllo della catena dei fornitori e garantisce sulle condizioni del lavoro nei processi produttivi, previene il lavoro infantile e vigila su quello obbligatorio nonché sulla sicurezza dello stesso, sulla salute dei lavoratori, sulle libertà sindacali, sulla possibilità della contrattazione collettiva, sull’insorgere di discriminazioni, sulla corretta applicazione degli orari di lavoro, sulla congruità dei relativi compensi e sull’adeguata gestione delle risorse umane;
- La certificazione ISO 14000 costituisce uno standard internazionale per i sistemi di gestione ambientale;
- Le linee guida Ocse per aziende multinazionali sono un insieme di orientamenti finalizzate ad affermare e ad accrescere il contributo di queste nell’ambito del progresso economico, ambientale e sociale. Esse sono costituite da una parte etica che tratta dei diritti umani, dell’occupazione, delle relazioni industriali, dell’ambiente, della lotta alla corruzione ed alla

concussione, degli interessi dei consumatori, della scienza, della tecnologia, della concorrenza, della fiscalità e da una seconda parte, operativa, che fa riferimento agli organismi nazionali preposti alla diffusione ed al controllo della corretta applicazione delle linee guida. Tali organismi, Punti di Contatto Nazionale (PCN) si trovano, in Italia, all'interno del Ministero dello Sviluppo Economico;

- Le linee guida UNI ISO 26000 si configurano quale standard internazionale che detta regole e principi finalizzati allo sviluppo sostenibile e definisce metodi di integrazione della responsabilità sociale, interessando la governance aziendale in tema di diritti umani, condizioni lavorative, salvaguardia ambientale toccando, anche, aspetti relativi alla prassi di gestione, ai consumatori ed allo sviluppo sociale comunitario;
- Le linee guida GBS (Gruppo Bilancio Sociale), derivano dalla nascita dell'Ente italiano, nel 1998, finalizzato alla costituzione di uno standard di rendicontazione sociale. La seconda edizione (2013) dei principi di redazione si sviluppa in due parti: la prima relativa agli obiettivi dichiarati ed i principi fondativi, la seconda costituisce un'analisi di quello che deve essere il bilancio sociale e fa, quindi, riferimento all'identità aziendale, al contesto ove l'azienda opera, alla riclassificazione dei dati contabili, al calcolo del Valore Aggiunto, alla relazione socio-ambientale;
- Lo standard AA1000 enuncia i principi guida della rendicontazione sociale allo scopo di accrescere il livello di trasparenza delle imprese verso i propri stakeholder. Esso ha origine dall'Institute of Social and Ethical Accountability, è collegato agli standard SA8000, GRI ed ISO 14000 e si fonda sul rispetto dei principi di inclusività, di materialità e di rispondenza;
- Il regolamento EMAS (Eco Management and Audit Scheme) rappresenta un mezzo volontario, nato in seno alla Comunità Europea, per la salvaguardia ambientale e la divulgazione delle azioni poste in essere allo scopo. Le Aziende che utilizzano lo standard EMAS sono obbligate alla certificazione ISO14000 e, inoltre, si impegnano a rendere pubblica una

dichiarazione ambientale che contenga i dati più significativi relativamente all'impatto prodotto:

- Il Global Compact dell'Onu è frutto di una iniziativa volontaria che l'ex Segretario delle Nazioni Unite, Kofi Annan, propose al forum economico mondiale di Davos nell'anno 1999. Auspica lo sviluppo di un'economia sostenibile che coinvolga le imprese, le organizzazioni sindacali dei lavoratori, e l'intera società, nella quale tutti siano animati dallo scopo di condivisione e rispetto di dieci principi fondamentali nell'ambito dei diritti umani, del diritto al lavoro, della salvaguardia ambientale e della lotta alla corruzione. Ad esso aderiscono oltre 8.700 tra aziende ed organizzazioni sparse in più di 130 diversi paesi;
- L'Ecolabel Ue è un marchio europeo che certifica la qualità dal punto di vista ecologico dei prodotti e dei servizi realizzati o forniti a basso impatto ambientale nel loro intero ciclo di produzione e vita;
- Gli indici etici, tra cui il Dow Jones Sustainability Index, il Ftse\$Goods Index, il Ftse Epci Italia ed il nuovo indice Long, hanno il compito di misurare le performance e l'impegno socio-ambientale delle aziende che operano in regime di sostenibilità attraverso la valutazione dei criteri ESG (ambientali, sociali e di governance): l'inclusione di queste ultime in tali indici ne arricchisce la visibilità, ne permette la classificazione in base al comportamento responsabile e permette il confronto delle performance finanziarie distinguendo tra quelle di loro che operano secondo i criteri CSR e quelle che continuano a farlo in modo tradizionale;
- Le linee guida IIRC promanate dall'International Integrated Reporting Council, nato nel 2010, col sostegno degli organismi internazionali che si occupano della definizione degli standard in materia di reportistica (tra i quali GRI, Iasb, Fasb e Carbon Disclosure Project), hanno l'obiettivo di predisporre un modello condiviso di rendicontazione che fonda tra loro le informazioni economiche con quelle extra-contabili. Esso si propone il miglioramento della qualità delle informazioni, favorendo una

comunicazione integrata ed efficiente ai fini della corretta collocazione, nel tempo, delle risorse aziendali e dell'ottimale comportamento aziendale in ordine agli obiettivi di stabilità e di sviluppo sostenibile. Allo scopo l'IIRC ha pubblicato, nel 2013, l'International <IR> Framework che identifica i principi guida ed i contenuti essenziali del report integrato, ponendo l'accento sulla creazione del valore a breve, medio e lungo termine e valorizzando la sinteticità, il pensiero strategico, l'apertura al futuro, l'interdipendenza di informazioni e capitali nonché il pensiero integrato all'interno dell'organizzazione.

2.3 GRI Sustainability Reporting Standards

Le istituzioni ed i consumatori, sensibili alla necessità di uno sviluppo sostenibile, esigono sempre maggiore trasparenza e chiarezza nelle informazioni: le imprese possono soddisfare tale aspirazione utilizzando il Bilancio di Sostenibilità, facendo riferimento ad uno dei principali standard come quello creato dal Global Reporting Initiative (GRI), un'organizzazione che si prefigge lo scopo di fornire un valido ausilio, sia pubblico che privato, per determinare e palesare l'impatto di una attività in termini di sostenibilità economica, sociale ed ambientale.

I nuovi GRI Sustainability Reporting Standards, entrati ufficialmente in vigore a luglio 2018, si configurano quale aggiornamento delle precedenti linee guida (GRI G4 Guidelines). Nasce, quindi, il concetto di "materialità" che fa riferimento alle implicazioni economiche, ambientali e sociali maggiormente significativi e che l'Organizzazione ritiene sostanziali ai fini della corretta valutazione da parte di tutti gli stakeholder: l'interconnessione modulare, poi, rende più agevole e diretto l'aggiornamento dell'intero documento.

Sono previste, secondo gli Standard, due opzioni di redazione del bilancio di sostenibilità:

- la prima, “Core”, che contiene tutti gli elementi indispensabili,
- la seconda, “Comprehensive”, che allarga il campo agli elementi relativi all’integrità, all’etica, alla governance ed alla strategia dell’Organizzazione.

Gli Standard GRI sono divisi in quattro serie:

- la prima fa riferimento a quelli Universali: GRI100 - Universal Standards, GRI101 – Foundation, GRI102 – General Disclosures, GRI103 – Management Approach;
- la seconda fa riferimento a quelli Economici: GRI200 – Economic;
- la terza a quelli Ambientali: GRI300 – Environmental;
- la quarta a quelli Sociali: GRI 400 – Social.

In particolare, per quanto attiene alla prima serie:

- il GRI101 rappresenta le linee guida per la redazione del report;
- il GRI102 descrive l’Organizzazione nel suo contesto e sulle sue linee di rendicontazione: la sua organizzazione strategica, l’etica, l’integrità, la governance ed il rapporto di coinvolgimento degli stakeholder;
- il GRI103 rendiconta la gestione materiale dell’Organizzazione, anche per gli aspetti di cui alle successive altre tre serie.

Per specifici settori esistono, poi, linee guida supplementari con connessi indicatori (GRI Sector Disclosure).

2.3 La rendicontazione integrata

La rendicontazione sociale integrata ha preso piede grazie anche al riconoscimento degli enti internazionali che se ne occupano e che riconoscono la necessità di uno sviluppo del processo e della redazione dei report di sostenibilità finalizzati a confluire in un unico documento che contenga, in maniera

interconnessa, i fattori e le performance economiche (del bilancio di esercizio), quelle ambientali e sociali (bilanci di sostenibilità) in un insieme organizzativo di integrazione delle responsabilità sociale nella strategia dell'azienda stessa. Il bilancio integrato evidenzia il rapporto tra la strategia, la governance, le performance economico-finanziarie ed il contesto socio-ambientale nonché economico nel quale l'azienda si muove, fornendo risposte alla necessità di misurare e verificare il raggiungimento degli obiettivi strategici di business. Il primo bilancio integrato risale al 2002, redatto dall'azienda danese Novozymes, che opera nel settore delle biotecnologie, seguito, dopo due anni, da quello di Novo Nordisk, attiva nel settore farmaceutico. La rendicontazione integrata ha preso piede, dall'anno 2008, diffondendosi tra grandi imprese degli Stati Uniti e del continente Europeo tra le quali degne di nota risultano: United Technologies Corporation, American Electric Power, AXA, BASF, e Philips. Nel nostro paese il primato spetta ad Eni, seguito da Monnalisa, azienda d'abbigliamento facente parte del campione di aziende in seguito proposto per l'analisi sperimentale, che opera in Toscana (Incollingo, 2015).

Si analizzano gli obiettivi del report integrato.

Esso si propone, innanzitutto, di rendere edotti, in maniera chiara ed efficiente, gli stakeholder sulla creazione di valore sostenibile nel tempo e nel pieno rispetto dei principi della responsabilità sociale. In altri termini si prefigge di descrivere le politiche aziendali, le attività, le strategie e l'attenzione riservata agli stakeholder, nonché all'ambiente, evidenziando l'interazione dinamica tra le azioni suddette allo scopo di creare valore sostenibile.

Descrive, inoltre, l'efficienza dell'azienda nello sfruttamento delle risorse in modo economicamente ottimale, evitando inutili e dannosi sprechi, nonché l'efficacia della propria gestione come impegno a soddisfare le aspettative di tutti gli stakeholder direttamente connessi, ma anche dell'intera comunità, tramite l'uso di comportamenti e strategie assolutamente corrette dal punto di vista etico.

L'azienda mira all'attrazione di investitori, a lungo termine, utilizzando una comunicazione trasparente, capace di creare fiducia, e che, evidenziandone la credibilità e rafforzandone la reputazione tramite fattori di economicità aziendale nonché l'illustrazione delle proprie performance e delle strategie attuate, portino gli stessi investitori a credere nella sua stabilità nel tempo, stimolandoli ad agire per mantenere in essere la sostenibilità economica, sociale ed ambientale dell'azienda stessa.

Fondamentale, infine, risulta il miglioramento del decision making ai fini del raggiungimento degli obiettivi strategici con l'apporto dell'integrated thinking che permette di incentrare l'attenzione sugli elementi capaci di produrre valore, indagando i meccanismi della sua creazione ed incentivando al maggiore impegno ed alla massima collaborazione tutte le componenti aziendali allo scopo, appunto, di perseguire gli obiettivi prefissati.

2.4 Il concetto di “integrated thinking”

Il pensiero integrato (integrated thinking) è la fusione della sostenibilità, della strategia e del decision-making in tutti i processi ed in tutte le fasi della produzione e la sua successiva comunicazione per dimostrare i risultati raggiunti o raggiungibili in termini di valore sostenibile, per l'azienda e per i relativi stakeholder. Esso consente di capire e valutare le ricadute, favorevoli o meno, del processo produttivo e valutare, per contro, come i fattori esterni possano influenzare la prosperità del business nel tempo. L'osservanza della sostenibilità del processo decisionale produce indiscutibili vantaggi connessi alla diminuzione dei rischi conseguenti alla normativa in essere, alla disponibilità delle risorse ed alla variabilità dei prezzi (Del Sordo, Orelli, Rossi, 2018).

Si può affermare che il pensiero integrato abbia origine dalla teoria di Porter e Kramer sulla creazione del valore condiviso (shared value) secondo la quale il valore creato dalle imprese deve essere condiviso con gli stakeholder mediante l'integrazione della CSR nella strategia e nel business dell'azienda: di fatto, lo

stato di salute di quest'ultimo è strettamente connesso a quello dell'ambiente e della comunità sociale del contesto. La gestione corretta e responsabile di tutto il processo aziendale, nell'integrale rispetto della sostenibilità, contribuisce alla salvaguardia, nonché al miglioramento, dell'ambiente e della società, limitando l'impatto delle attività e producendo valore sostenibile nel tempo.

Il pensiero integrato permette la coordinazione tra differenti divisioni e funzioni aziendali portando ad una visione globale dell'organizzazione che consente di considerare l'azienda nella sua integrità e non come semplice somma di parti blandamente connesse. Quantunque l'azienda debba essere strutturalmente suddivisa in comparti, sezioni e funzioni separate, il raggiungimento degli obiettivi e la produzione di output e di outcome sono dipendenti dal coordinamento e dell'intercomunicazione tra i diversi settori: tali azioni sono finalizzate, entrambe, all'ottenimento del risultato condiviso. La separazione delle diverse componenti organizzative nasconde la complessità aziendale poiché non permette la visione dei modi in cui le stesse operano per rapportarsi tra loro e per trovare un comune linguaggio che è un aspetto essenziale dell'organizzazione medesima in quanto le funzioni ed i risultati di ciascuna componente produce mutui effetti sulle altre. Favorire tale azione di scambio costituisce un fondamentale processo di crescita ed apprendimento interno. Mervyn King e Leigh Roberts (rispettivamente membro e cofondatore dell'IRC, Sud Africa) definiscono, nel loro libro intitolato "Integrate: doing business in the 21 st century", il pensiero integrato come consapevole visione delle dipendenze che legano l'azienda alle risorse, alle relazioni, ai rischi ed alle opportunità. Pertanto, sostengono, che utilizzare il pensiero integrato nel decision making significa valutare l'apporto di valore di ogni azione sulla società, i suoi effetti sugli stakeholder, sulla reputazione dell'azienda e sull'impatto sulle disponibilità e accessibilità future delle risorse. Si può affermare, quindi, che il pensiero integrato, il quale fa proprie la connettività tra funzioni ed il business dell'azienda tramite il superamento delle barriere interne ed al fine del miglioramento del processo decisionale, crea un complesso

d'informazioni sempre più correlate che conduce alla creazione di valore a lungo termine.

Il Prince's Accounting for Sustainability Project (A4S) ha enunciato dieci principi fondamentali per la realizzazione dell'integrated thinking allo scopo di integrare la sostenibilità all'interno della strategia e dei processi decisionali.

Si sostiene che sia fondamentale coinvolgere il Consiglio di Amministrazione ed il management all'interno del processo di integrazione delle sostenibilità nella strategia aziendale, che debbano essere identificati gli aspetti e le questioni rilevanti della sostenibilità e che ne debba essere valutato il loro impatto sull'organizzazione; si afferma che i principi della responsabilità sociale debbano essere parte integrante dell'azione organizzativa, la cultura della sostenibilità debba essere internamente diffusa nell'azienda con la necessaria formazione del personale, magari attraverso la classificazione in obiettivi subordinati per ciascuna funzione aziendale, fornendo a ciascuna le necessarie informazioni per quanto concerne la sostenibilità, allo scopo di guidare il decision making verso il raggiungimento di tali obiettivi. Questi ultimi dovrebbero essere inclusi nella valutazione complessiva delle performance, quale insieme delle valutazioni del risultato economico-finanziario della sostenibilità. Si ritiene che debbano essere evidenziati i risultati, i progressi ed i benefici derivanti dalla gestione della sostenibilità mediante una rendicontazione che ne accentui il radicamento e sia d'auspicio al miglioramento delle pratiche di RSI.

2.5 L'International <IR> Framework

L'A4S, nel 2010, in collaborazione col GRI, diede vita all'International Integrated Reporting Committee (IIRC) che divenne, successivamente, International Integrated Reporting Council, il quale conta, tra i suoi membri costituenti, l'International Accounting Standards Boards (IASB), L'International Assurance and Audit Standards Board (IAASB), l'American Standards Board (AASB) e

l'International Federation of Accountants (IFAC). L'IIRC si proponeva di sviluppare uno standard di rendicontazione per integrare tra loro informazioni economico-finanziarie e non, ivi compresi i fattori ESG. Successivamente, nel 2011, pubblica il Discussion Paper "Toward Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century" che si configura come la prima stesura di framework per il report integrato. Venne, quindi, organizzato un Pilot Programme, che si protrasse per tre anni impegnando 25 investitori (Investor Network) oltre che 75 aziende (Business Network) dell'intero globo, allo scopo di analizzare e migliorare il Discussion Paper, classificare le informazioni materiali per la creazione del valore e per l'implementazione del processo decisionale degli stakeholder e stilare delle linee guida. Presenziarono, in rappresentanza del paese italiano, Enel, Eni, Terna, Generali Group, Atlantia, Snam ed il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC). Emerse, dai partecipanti del Pilot Program, la convinzione che il bilancio integrato, per mezzo delle informazioni interconnesse, permettesse una visione più olistica delle performance aziendali e fornisse analisi realistiche del rischio, della strategia, del business model, del contesto in cui l'azienda opera e della sua governance.

Per questo, convennero che nel report trovassero spazio:

- la chiara descrizione del business model;
- l'analisi dei trend, dei rischi e delle opportunità settoriali nel lungo periodo;
- la definizione delle strategie chiave e degli obiettivi;
- la coerenza tra le informazioni del report integrato e quelle relative ad altri report o diverse comunicazioni.

L'IIRC edita, nel 2013, la propria guida per il report integrato, l'International <IR> Framework, quale strumento per aziende intenzionate alla creazione di un report che favorisca la stabilità economica e finanziaria e lo sviluppo sostenibile sulla scorta di un processo decisionale per gli investimenti basato sulla creazione di valore di lungo termine. Esso definisce il report integrato come una "comunicazione sintetica che illustra il modo in cui la strategia, la governance, le

performance, e le prospettive di un'organizzazione possano creare valore, nel breve, medio e lungo periodo, all'interno del proprio contesto operativo". Tale documento può essere autonomo o parte di una distinta sezione di un report più ampio. Il framework, in sintesi, si propone di condurre le aziende alla connessione delle performance economico-finanziarie con quelle della sostenibilità ed evidenziare agli investitori e a tutti gli stakeholder interessati, come l'azienda stessa possa creare valore attraverso il modello di business, la strategia e l'utilizzo dei capitali.

Qualora l'impresa si proponga di utilizzare il Framework, dovrà attenersi alle indicazioni in esso contenute e che fanno capo al principio "comply or explain". Se questa non può disporre di informazioni affidabili, oppure, qualora ritenga che la loro divulgazione possa incidere negativamente sulla propria competitività, devono essere indicate nel report la natura delle informazioni indisponibili e le motivazioni delle stesse omissioni. Una dichiarazione di responsabilità, sottoscritta dai componenti del governo societario, certifica la veridicità delle informazioni presentate.

Il Framework è costituito da tre capitoli che riportano i suoi concetti fondamentali, i principi e le linee guida ed i contenuti del report integrato.

CAPITOLO 3 - INTRODUZIONE AD AIM ITALIA E SVILUPPO DEI PIANI INDIVIDUALI DI RISPARMIO (PIR)

Nei precedenti capitoli dell'elaborato si è trattato della disclosure non finanziaria, sottolineandone l'importanza, gli strumenti esistenti e i vantaggi soprattutto per le realtà dove essa non risulta ancora obbligatoria.

Lo scopo dei seguenti capitoli è quindi quello di verificare l'effettivo livello di adesione delle aziende italiane alla pratica di rendicontazione non finanziaria e per farlo efficacemente si è deciso di "misurarlo" proprio laddove non prescritto per legge. A tale proposito è stato scelto di analizzare le aziende quotate nel segmento AIM di Borsa Italiana. Il presente capitolo introduce, quindi, il lettore a questo particolare mercato, fornendogli le basi e le informazioni fondamentali per "apprezzare" e capire l'analisi sperimentale poi, in seguito, proposta.

3.1 Principali caratteristiche del mercato AIM Italia: overview e risultati

Borsa Italiana gestisce AIM Italia, un MTF (Multilateral Trading Facility) parzialmente sottoposto alle regole ed alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza, sorto dall'incontro tra le esigenze delle PMI e dei relativi investitori.

Esso è nato nel 2008 seguendo le fortune e i successi del mercato AIM del London Stock Exchange Group, con circa un migliaio di aziende quotate, datato ed affermato riferimento internazionale delle società Small&Mid Cap ad elevato potenziale di crescita (Lambiase, 2018).

L'evoluzione di AIM Italia è stata tale da assorbire, nel marzo del 2012, il Mercato Alternativo del Capitale, nel settore di Borsa Italiana volto alla razionalizzazione e lo sviluppo dei listini afferenti a società di piccola e media capitalizzazione.

AIM Italia, unico mercato "non regolamentato" nel quale possono confluire PMI innovative, è estremamente rappresentativo del tessuto imprenditoriale italiano per la varietà dei settori che abbraccia, in particolare del Made in Italy, raggruppando, per lo più, aziende il cui fatturato non supera i 20 milioni di euro (grosso modo,

per un terzo, al di sotto dei 10 milioni di euro), ma caratterizzate da un elevato grado di innovazione.

La sua elevata dinamicità nel mercato secondario ha prodotto benefici effetti sull'economia nazionale traducibili nella crescita di nuovi posti di lavoro, all'incirca 18.000 che corrispondono ad un incremento del 22% rispetto all'anno 2015 per un aumento del giro di affari di 32,5 miliardi di euro, nell'anno 2016.

La platea dei fruitori è costituita da investitori istituzionali, family office, private bankers, operatori che investono nel medio periodo e fondi PIR compliant.

3.2 Requisiti formali in fase di quotazione

AIM Italia semplifica il processo per l'ammissione alle negoziazioni azionarie, ma senza sacrificare l'informativa necessaria agli investitori per operare le proprie scelte.

Non sussistono, per l'ammissione ad AIM Italia, requisiti minimi di capitalizzazione o particolari parametri societari, così come non è richiesta una specifica struttura di governo dell'azienda, neppure una sua minima "età" o la sua cittadinanza italiana.

L'ammissione è subordinata alla redazione di un Documento di Ammissione semplificato, mentre Borsa Italiana pretende: una soglia minima di azioni sul mercato, in termini di flottante, pari al 10%, la certificazione del bilancio, l'incarico al Nominated Adviser, il documento di ammissione e la creazione di un sito internet.

Il Regolamento Emittenti AIM Italia prevede, all'art. 26, per le società che aspirano alla quotazione, l'esistenza di un sito internet che descriva dettagliatamente l'azienda, riportando: la descrizione del business, la composizione della struttura organizzativa accompagnata da una breve biografia dei membri in rapporto al ruolo, l'eventuale esistenza di comitati interni, il Paese di costituzione (nel caso di società estere dovrà fornire una dichiarazione sui diritti

degli azionisti), lo statuto, i bilanci annuali, le relazioni semestrali e, se del caso, i resoconti intermedi di gestione e le relazioni trimestrali.

Sussiste l'obbligo di conservazione nel sito, per il periodo minimo di cinque anni, della documentazione pubblicata assieme a tutte le altre comunicazioni, al documento di ammissione ed alle successive informazioni che riguardino gli azionisti significativi e le partecipazioni aggregate, con l'obbligo dell'aggiornamento semestrale dalla data dell'ammissione.

3.3 Requisiti sostanziali per l'ammissione

Poiché la sola osservanza dei requisiti formali non risulta sufficiente alla formazione del necessario apprezzamento degli investitori, è opportuno che le società esibiscano, prima della quotazione, il possesso di quelli sostanziali che, anche su raccomandazione di Borsa Italiana, possono sintetizzarsi così come nel seguito:

- un positivo track record;
- un'efficiente strategia aziendale con riferimento al piano industriale;
- il possesso di un potenziale di sviluppo ai fini della creazione del valore;
- l'appartenenza ad un settore caratterizzato da prospettive di crescita;
- una solida posizione sul mercato in termini di competitività;
- la completa autonomia di gestione;
- un'equilibrata gestione finanziaria e la relativa trasparenza nelle comunicazioni;
- l'organizzazione e la capacità manageriale e la necessaria credibilità;
- l'aspirazione e l'orientamento all'internazionalizzazione;
- la prontezza e la capacità verso l'innovazione.

3.4 Il ruolo dell'Investor Relations: l'importanza della comunicazione

Le società quotate traggono sicuro profitto dalla conoscenza delle logiche e delle scelte degli investitori, soprattutto in termini di una migliore performance e liquidità dei titoli, di una discreta rappresentatività dell'azionariato e di una maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari.

La fiducia nel management aziendale, poi, è la base fondante del rapporto tra azienda ed investitori per cui le società devono saggiamente investire in questo per assicurarsi favorevoli opportunità di crescita: in tale ambito opera Investor Relations il cui compito è quello di massimizzare la gestione di tale rapporto ai fini di fornire, alle aziende, valide strategie di sviluppo.

Il piano di IR permette la verifica dei risultati aziendali in rapporto alle aspettative dichiarate, costituendo un essenziale strumento di valutazione da parte degli investitori estendibile, con fiducia, al futuro della società stessa, coinvolgendoli nella vita aziendale tramite la comunicazione e, quindi, la conoscenza di tutte le informazioni sulla sua conduzione, anche oltre i limiti minimi imposti dalle norme.

Le IR rappresentano, secondo il National Investor Relations Institute, una responsabilità strategica del management, basata sul coordinato impiego delle discipline finanziarie, della comunicazione e del marketing, caratterizzata da quattro aspetti fondamentali:

- una responsabile informazione;
- la continuità del rapporto tra emittente ed investitore;
- le competenze finanziarie;
- la qualità della comunicazione e il rispetto della normativa.

3.5 Introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) e relativi benefici fiscali

La legge 11 dicembre 2016, n. 232 istituisce i Piani Individuali di Risparmio (PIR) come strumento di risparmio fiscalmente incentivato ai fini del finanziamento delle attività afferenti alle PMI a beneficio dell'intero sviluppo economico del Paese.

L'iniziativa ha avuto un successo inaspettato: a fronte di una prima stima di liquidità per 18 miliardi di euro in cinque anni, un'adesione iniziale per 120.000 unità (con incremento di 60.000 nuovi PIR all'anno sino al 2021 ed un conferimento medio annuale di 15.000 euro, pari alla metà del massimale ammesso), si è verificata, nei primi tre mesi, una raccolta di 1,5 miliardi di euro che ha indotto il Ministero a rivedere, al rialzo, l'originaria previsione ipotizzando un accumulo di 50 miliardi di euro nel periodo di cinque anni.

Il successo dei PIR è da ascrivere alle agevolazioni fiscali consistenti nell'esenzione dalla tassazione dei redditi derivanti dall'investimento, condizionata alla detenzione delle azioni per almeno cinque anni e alla destinazione europea dell'operazione.

L'introduzione dei PIR ha creato positivi effetti sul sistema finanziario nazionale che possono elencarsi come nel seguito:

- un aumento degli investitori istituzionali sulle MID/Small Cap, riservando loro una quota del 21%;
- un aumento di investitori retail su AIM Italia stimolato dagli incentivi fiscali da sommare a quelli relativi alle PMI innovative;
- un incremento della liquidità e la riduzione del gap tra performance azionarie e performance dei fondamentali delle aziende;

- un incentivo all'ingresso di nuove tipologie di investitori a lungo termine;
- un incremento del mercato primario con nuove IPO incentivate dall'efficienza del mercato stesso;
- un'attrazione da parte di investitori istituzionali esteri;
- la stimolazione dell'economia con ricadute sui posti di lavoro e sul PIL;
- la diffusione della mentalità alla cultura della quotazione e dell'investimento a lungo termine.

CAPITOLO 4 - L'ANALISI SPERIMENTALE: CREAZIONE DI UN RATING ESG PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

4.1 Definizione del campione

Dalla lista delle aziende quotate in AIM Italia del sito di Borsa Italiana, aggiornata a novembre 2019, sono state selezionate le aziende per cui fosse disponibile il totale dei ricavi alla chiusura dell'esercizio 2018. Il parametro "SIZE" è stato calcolato come logaritmo naturale della voce ricavi, presente nel portale Yahoo Finance in novembre 2019 e aggiornata alla chiusura finanziaria dell'esercizio 2018. Dunque, Yahoo Finance è il portale tramite il quale è stato ricavato tale dato, la cui disponibilità si è deciso di utilizzare come discriminante tra le società rientranti o meno nel campione di analisi. Si sottolinea che i ricavi dell'esercizio 2018 per il totale delle aziende osservate variano tra un minimo di 9.570 euro ad un massimo di 952.760.000 euro.

A novembre 2019 risultano le seguenti aziende quotate nel segmento di mercato scelto (Borsa Italiana, 2019).

Tabella 4.1 – Aziende appartenenti al segmento AIM Italia di Borsa Italiana.

#	COMPANY	SIZE
1	4aim Sicaf	non disponibile
2	Abitare In	13,61
3	Agatos	16,00
4	Alfio Bardolla	16,09
5	Alkemy	passaggio ad MTA
6	Ambromobiliare	14,43
7	Amm	15,70
8	Antares Vision	18,51
9	Arterra Bioscience	14,89
10	Askoll Eva	16,56
11	Assiteca	18,05

12	Bio On	fallimento
13	Biodue	17,54
14	Blue Financial Communication	15,52
15	Caleido Group	15,99
16	Capital For Progress Single Investment	12,66
17	Casta Diva Group	17,34
18	Cdr Advance Capital	16,58
19	Cft	19,23
20	Circle	15,22
21	Clabo	17,70
22	Cleanbnb	14,25
23	Comer Industries	19,75
24	Confinvest	16,63
25	Copernico	15,69
26	Costamp Group	17,65
27	Cover 50	17,21
28	Crowdfundme	12,87
29	Culti Milano	15,70
30	Cyberoo	14,99
31	Dba Group	17,71
32	Digital Magics	14,83
33	Digital Value	19,51
34	Digital360	16,90
35	Digitouch	17,26
36	Dominion Hosting Holding	15,63
37	Ecosuntek	17,55
38	Edilziacrobatica	17,04
39	Eles	16,85
40	Elettra Investimenti	connessione non privata
41	Energica Motor Company	14,59
42	Enertronica Santerno	17,39
43	Eps Equita Pep2	non disponibile
44	Esautomotion	16,73
45	Expert System	17,34
46	Farmae Group	17,25
47	Fervi	17,00
48	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	18,76
49	Finlogic	17,17
50	Fintel Energia Group	17,08

51	First Capital	16,63
52	Fope	17,27
53	Frendy Energy	14,59
54	Friulchem	16,57
55	Gabelli Value For Italy	non disponibile
56	Gambero Rosso	16,63
57	Gel	16,65
58	Gibus	17,44
59	Giorgio Fedon	18,01
60	Go Internet	15,70
61	Grifal	16,78
62	Gruppo Green Power	16,62
63	H-Farm	17,82
64	Health Italia	17,18
65	Icf Group	17,76
66	Ideami	non disponibile
67	Iervolino Entertainment	17,32
68	Illa	17,34
69	Ilpra	16,88
70	Imvest	14,77
71	Iniziative Bresciane	16,73
72	Innovatec	17,44
73	Intred	16,67
74	Italia Independent	16,59
75	Italian Wine Brands	18,84
76	Ki Group	17,39
77	Kolinpharma	16,01
78	Leone Film Group	18,43
79	Life Care Capital	9,17
80	Longino&Cardenal	17,28
81	Lucisano Media Group	17,26
82	Mailup	17,51
83	Maps	16,52
84	Marzocchi Pompe	17,57
85	Masi Agricola	17,99
86	Matica Fintec	16,58
87	Mondo Tv France	14,67
88	Mondo Tv France	non disponibile
89	Mondo Tv Suisse	non disponibile
90	Monnalisa	17,71

91	Neodecortech	18,70
92	Neosperience	16,15
93	Net Insurance	17,09
94	Neurosoft	16,44
95	Notorious Pictures	17,17
96	Officina Stellare	15,07
97	Orsero	passaggio ad MTA
98	Pattern	non disponibile
99	Pharmanutra	17,69
100	Poligrafici Printing	17,00
101	Portale Sardegna	16,21
102	Portobello	16,91
103	Powersoft	17,33
104	Prismi	16,84
105	Radici	18,16
106	Relatech	16,57
107	Renergetica	14,43
108	Salcef Group	19,55
109	Sciuker Frames	16,03
110	Sg Company	16,94
111	Shedir Pharma Group	non disponibile
112	Sicit Group	17,34
113	Sirio	non disponibile
114	Siti - B&T	19,14
115	Società Editoriale Il Fatto	17,28
116	Softec	16,08
117	Solutions Capital Management Sim	15,66
118	Somec	non disponibile
119	Sostravel.Com	14,73
120	Spactiv	non disponibile
121	Telesia	15,57
122	Thespac	non disponibile
123	Tps	17,00
124	Trawell Co	17,58
125	Ucapital24	non disponibile
126	Vei 1	non disponibile
127	Vetrya	17,95
128	Vimi Fasteners	17,70
129	Visibilia Editore	15,13
130	Websolute	16,38

131	WM Capital	14,26
-----	------------	-------

Fonte: Borsa Italiana e Yahoo Finance per il logaritmo dei ricavi 2018.

Escluse le società che riportano la nota “non disponibile” nella colonna “SIZE”, le due società recentemente passate al mercato principale MTA (Alkemy e Orsero), la società Bio-On dichiarata fallita dal Tribunale di Bologna nel dicembre 2019 e la società Elettra Investimenti il cui sito presenta l’indicazione “connessione non privata”, si è proceduto disponendo le rimanenti aziende secondo il criterio di ordinamento crescente del fatturato (“SIZE”).

Ne risulta il seguente campione composto da 113 aziende, denominato in seguito anche A113. La classificazione per “INDUSTRY” è frutto della personale consultazione dei 113 siti internet.

Tabella 4.2 – Aziende facenti parte del campione scelto A113.

#	COMPANY	INDUSTRY	SIZE
1	Life Care Capital	Finanza	9,17
2	Capital For Progress Single Investment	Finanza	12,66
3	Crowdfundme	Finanza	12,87
4	Abitare In	Edilizia	13,61
5	Cleanbnb	Servizi	14,25
6	WM Capital	Servizi	14,26
7	Ambromobiliare	Finanza	14,43
8	Renergetica	Energia ed Energie Rinnovabili	14,43
9	Energica Motor Company	Automotive	14,59
10	Frendy Energy	Energia ed Energie Rinnovabili	14,59
11	Mondo Tv France	Media	14,67
12	Sostravel.Com	Servizi	14,73
13	Imvest	Servizi	14,77
14	Digital Magics	Finanza	14,83
15	Arterra Bioscience	Chimica/Biotecnologie	14,89
16	Cyberoo	Servizi	14,99
17	Officina Stellare	Industria	15,07
18	Visibilia Editore	Media	15,13
19	Circle	Industria	15,22
20	Blue Financial Communication	Media	15,52

21	Telesia	Media	15,57
22	Dominion Hosting Holding	Technology	15,63
23	Solutions Capital Management Sim	Finanza	15,66
24	Copernico	Finanza	15,69
25	Culti Milano	Beni di consumo	15,70
26	Go Internet	Telecomunicazioni	15,70
27	Amm	Media	15,70
28	Caleido Group	Servizi	15,99
29	Agatos	Energia ed Energie Rinnovabili	16,00
30	Kolinpharma	Healthcare	16,01
31	Sciuker Frames	Industria	16,03
32	Softec	Technology	16,08
33	Alfio Bardolla	Finanza	16,09
34	Neosperience	Technology	16,15
35	Portale Sardegna	Servizi	16,21
36	Websolute	Technology	16,38
37	Neurosoft	Technology	16,44
38	Maps	Technology	16,52
39	Askoll Eva	Automotive	16,56
40	Relatech	Technology	16,57
41	Friulchem	Chimica/Biotecnologie	16,57
42	Matica Fintec	Industria	16,58
43	Cdr Advance Capital	Finanza	16,58
44	Italia Independent	Moda & Lusso	16,59
45	Gruppo Green Power	Energia ed Energie Rinnovabili	16,62
46	First Capital	Finanza	16,63
47	Gambero Rosso	Media	16,63
48	Confinvest	Finanza	16,63
49	Gel	Technology	16,65
50	Intred	Telecomunicazioni	16,67
51	Iniziative Bresciane	Energia ed Energie Rinnovabili	16,73
52	Esautomotion	Technology	16,73
53	Grifal	Industria	16,78
54	Prismi	Technology	16,84
55	Eles	Industria	16,85
56	Ilpra	Industria	16,88
57	Digital360	Technology	16,90
58	Portobello	Media	16,91

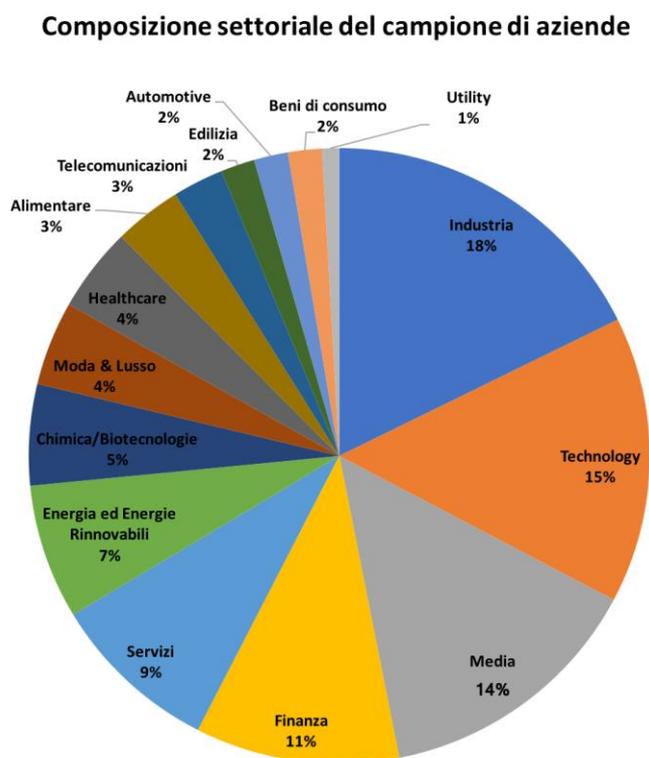
59	Sg Company	Media	16,94
60	Tps	Industria	17,00
61	Fervi	Industria	17,00
62	Poligrafici Printing	Media	17,00
63	Ediliziacrobatca	Edilizia	17,04
64	Fintel Energia Group	Energia ed Energie Rinnovabili	17,08
65	Net Insurance	Servizi	17,09
66	Finlogic	Industria	17,17
67	Notorious Pictures	Media	17,17
68	Health Italia	Healthcare	17,18
69	Cover 50	Moda & Lusso	17,21
70	Farmae Group	Healthcare	17,25
71	Lucisano Media Group	Media	17,26
72	Digitouch	Technology	17,26
73	Fope	Moda & Lusso	17,27
74	Società Editoriale Il Fatto	Media	17,28
75	Longino&Cardenal	Alimentare	17,28
76	Iervolino Entertainment	Media	17,32
77	Powersoft	Technology	17,33
78	Illa	Beni di consumo	17,34
79	Sicit Group	Chimica/Biotecnologie	17,34
80	Expert System	Technology	17,34
81	Casta Diva Group	Media	17,34
82	Ki Group	Alimentare	17,39
83	Enertronica Santerno	Energia ed Energie Rinnovabili	17,39
84	Innovatec	Utility	17,44
85	Gibus	Industria	17,44
86	Mailup	Media	17,51
87	Biodue	Chimica/Biotecnologie	17,54
88	Ecosuntek	Energia ed Energie Rinnovabili	17,55
89	Marzocchi Pompe	Industria	17,57
90	Trawell Co	Servizi	17,58
91	Costamp Group	Industria	17,65
92	Pharmanutra	Healthcare	17,69
93	Clabo	Industria	17,70
94	Vimi Fasteners	Industria	17,70
95	Dba Group	Technology	17,71
96	Monnalisa	Moda & Lusso	17,71

97	Icf Group	Chimica/Biotecnologie	17,76
98	H-Farm	Finanza	17,82
99	Vetrya	Telecomunicazioni	17,95
100	Masi Agricola	Alimentare	17,99
101	Giorgio Fedon	Moda & Lusso	18,01
102	Assiteca	Servizi	18,05
103	Radici	Industria	18,16
104	Leone Film Group	Media	18,43
105	Antares Vision	Technology	18,51
106	Neodecortech	Industria	18,70
107	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	Healthcare	18,76
108	Italian Wine Brands	Alimentare	18,84
109	Siti - B&T	Industria	19,14
110	Cft	Chimica/Biotecnologie	19,23
111	Digital Value	Technology	19,51
112	Salcef Group	Industria	19,55
113	Comer Industries	Industria	19,75

Fonte: Elaborazione personale da Borsa Italiana, Yahoo Finance e dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

La composizione settoriale del mercato AIM Italia a novembre 2019 è la seguente.

Figura 4.1: Composizione settoriale del campione di aziende A113.



Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

4.1 Il processo di content analysis dei siti istituzionali

Il web rappresenta, ormai, una forma di comunicazione universale, immediata e penetrante. Le aziende, pertanto, devono porre la massima cura nella presentazione del proprio sito internet poiché è proprio da questo che l'utente può conoscerla, attingendo una serie di informazioni sulla sua attività, sulle sue offerte e sulla sua organizzazione economica e finanziaria.

È, in primo luogo, interesse nell'azienda, pertanto, curare il proprio sito e, quindi la propria immagine, rendendolo facilmente accessibile, traducendolo in più lingue ed aggiornandolo costantemente a costi relativamente contenuti a fronte dei grossi vantaggi che ne derivano; è, inoltre, previsione del citato Articolo 26 del Regolamento Emittenti AIM il trasparente aggiornamento del sito istituzionale. Anche organismi quali GRI ed IIRC non possono che sostenere l'impiego del web quale supporto essenziale per la conoscenza dell'azienda da parte di tutti gli stakeholder mediante la creazione di opportuni database e sistemi di ricerca e di indicizzazione.

Allo scopo, lo studio della disclosure prende a campione un numero di 113 aziende quotate in AIM Italia, analizzandone i siti istituzionali e verificando la quantità e la trasparenza dell'informazione che esse forniscono agli stakeholder, fino a novembre 2019.

Sussiste una correlazione o proporzionalità diretta, tra la disponibilità di risorse aziendali e l'impegno nella trasparenza: per questo motivo lo studio ritiene opportuno suddividere le aziende prese in esame, ai fini della valutazione dei loro livelli di disclosure, in quattro fasce sulla base dei relativi fatturati d'esercizio 2018, attingendo dal portale Yahoo Finance i dati necessari.

Le quattro fasce utilizzate sono:

- Società con ricavi inferiori a 10 milioni di euro (Fascia1);
- Società con ricavi tra 10 e 20 milioni di euro (Fascia2);

- Società con ricavi tra 20 e 40 milioni di euro (Fascia3);
- Società con ricavi superiori a 40 milioni di euro (Fascia4).

La suddivisione delle aziende A113 in quattro fasce e la determinazione dei limiti di reddito per l'appartenenza a ciascuna, rispondono ad un criterio semplicemente arbitrario tanto che il numero delle aziende per ciascuna fascia non è il risultato di una perfetta divisione. Ne segue che il numero di aziende di Fascia1 è paragonabile a quello delle fasce 3 e 4, mentre quello della Fascia2 (aziende medio-piccole) è sensibilmente inferiore degli altri.

Si riporta dunque la suddivisione delle aziende A113 nelle quattro fasce appena descritte.

Tabella 4.3: Aziende con ricavi inferiori a 10 milioni di euro nel 2018, appartenenti alla Fascia1.

Fascia1			
#	COMPANY	INDUSTRY	SIZE
1	Life Care Capital	Finanza	9,17
2	Capital For Progress Single Investment	Finanza	12,66
3	Crowdfundme	Finanza	12,87
4	Abitare In	Edilizia	13,61
5	Cleanbnb	Servizi	14,25
6	WM Capital	Servizi	14,26
7	Ambromobiliare	Finanza	14,43
8	Renergetica	Energia ed Energie Rinnovabili	14,43
9	Energica Motor Company	Automotive	14,59
10	Frendy Energy	Energia ed Energie Rinnovabili	14,59
11	Mondo Tv France	Media	14,67
12	Sostravel.Com	Servizi	14,73
13	Imvest	Servizi	14,77
14	Digital Magics	Finanza	14,83
15	Arterra Bioscience	Chimica/Biotecnologie	14,89
16	Cyberoo	Servizi	14,99
17	Officina Stellare	Industria	15,07
18	Visibilia Editore	Media	15,13
19	Circle	Industria	15,22
20	Blue Financial Communication	Media	15,52

21	Telesia	Media	15,57
22	Dominion Hosting Holding	Technology	15,63
23	Solutions Capital Management Sim	Finanza	15,66
24	Copernico	Finanza	15,69
25	Culti Milano	Beni di consumo	15,70
26	Go Internet	Telecomunicazioni	15,70
27	Amm	Media	15,70
28	Caleido Group	Servizi	15,99
29	Agatos	Energia ed Energie Rinnovabili	16,00
30	Kolinpharma	Healthcare	16,01
31	Sciuker Frames	Industria	16,03
32	Softec	Technology	16,08
33	Alfio Bardolla	Finanza	16,09

Fonte: Elaborazione personale da Borsa Italiana, Yahoo Finance e dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Tabella 4.4: Aziende con ricavi tra 10 e 20 milioni di euro nel 2018, appartenenti alla Fascia2.

Fascia2			
#	COMPANY	INDUSTRY	SIZE
34	Neosperience	Technology	16,15
35	Portale Sardegna	Servizi	16,21
36	Websolute	Technology	16,38
37	Neurosoft	Technology	16,44
38	Maps	Technology	16,52
39	Askoll Eva	Automotive	16,56
40	Relatech	Technology	16,57
41	Friulchem	Chimica/Biotecnologie	16,57
42	Matica Fintec	Industria	16,58
43	Cdr Advance Capital	Finanza	16,58
44	Italia Independent	Moda & Lusso	16,59
45	Gruppo Green Power	Energia ed Energie Rinnovabili	16,62
46	First Capital	Finanza	16,63
47	Gambero Rosso	Media	16,63
48	Confinvest	Finanza	16,63
49	Gel	Technology	16,65
50	Intred	Telecomunicazioni	16,67
51	Iniziative Bresciane	Energia ed Energie Rinnovabili	16,73
52	Esautomotion	Technology	16,73
53	Grifal	Industria	16,78

Fonte: Elaborazione personale da Borsa Italiana, Yahoo Finance e dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Tabella 4.5: Aziende con ricavi tra 20 e 40 milioni di euro nel 2018, appartenenti alla Fascia3.

Fascia3			
#	COMPANY	INDUSTRY	SIZE
54	Prismi	Technology	16,84
55	Eles	Industria	16,85
56	Ilpra	Industria	16,88
57	Digital360	Technology	16,90
58	Portobello	Media	16,91
59	Sg Company	Media	16,94
60	Tps	Industria	17,00
61	Fervi	Industria	17,00
62	Poligrafici Printing	Media	17,00
63	Ediliziacrobatca	Edilizia	17,04
64	Fintel Energia Group	Energia ed Energie Rinnovabili	17,08
65	Net Insurance	Servizi	17,09
66	Finlogic	Industria	17,17
67	Notorious Pictures	Media	17,17
68	Health Italia	Healthcare	17,18
69	Cover 50	Moda & Lusso	17,21
70	Farmae Group	Healthcare	17,25
71	Lucisano Media Group	Media	17,26
72	Digitouch	Technology	17,26
73	Fope	Moda & Lusso	17,27
74	Società Editoriale Il Fatto	Media	17,28
75	Longino&Cardenal	Alimentare	17,28
76	Iervolino Entertainment	Media	17,32
77	Powersoft	Technology	17,33
78	Illa	Beni di consumo	17,34
79	Sicit Group	Chimica/Biotecnologie	17,34
80	Expert System	Technology	17,34
81	Casta Diva Group	Media	17,34
82	Ki Group	Alimentare	17,39
83	Enertronica Santerno	Energia ed Energie Rinnovabili	17,39
84	Innovatec	Utility	17,44

Fonte: Elaborazione personale da Borsa Italiana, Yahoo Finance e dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Tabella 4.6: Aziende con ricavi superiori ai 40 milioni di euro nel 2018, appartenenti alla Fascia4.

Fascia4			
#	COMPANY	INDUSTRY	SIZE
85	Gibus	Industria	17,44
86	Mailup	Media	17,51
87	Biodue	Chimica/Biotecnologie	17,54
88	Ecosuntek	Energia ed Energie Rinnovabili	17,55
89	Marzocchi Pompe	Industria	17,57
90	Trawell Co	Servizi	17,58
91	Costamp Group	Industria	17,65
92	Pharmanutra	Healthcare	17,69
93	Clabo	Industria	17,70
94	Vimi Fasteners	Industria	17,70
95	DbA Group	Technology	17,71
96	Monnalisa	Moda & Lusso	17,71
97	Icf Group	Chimica/Biotecnologie	17,76
98	H-Farm	Finanza	17,82
99	Vetrya	Telecomunicazioni	17,95
100	Masi Agricola	Alimentare	17,99
101	Giorgio Fedon	Moda & Lusso	18,01
102	Assiteca	Servizi	18,05
103	Radici	Industria	18,16
104	Leone Film Group	Media	18,43
105	Antares Vision	Technology	18,51
106	Neodecortech	Industria	18,70
107	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	Healthcare	18,76
108	Italian Wine Brands	Alimentare	18,84
109	Siti - B&T	Industria	19,14
110	Cft	Chimica/Biotecnologie	19,23
111	Digital Value	Technology	19,51
112	Salcef Group	Industria	19,55
113	Comer Industries	Industria	19,75

Fonte: Elaborazione personale da Borsa Italiana, Yahoo Finance e dell'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Per quanto riguarda il processo di content analysis dei siti istituzionali delle aziende campione, lo studio suddivide la disclosure aziendale nelle due

macrocategorie Governance ed Environmental & Social. L'analisi si compone quindi di due distinte parti, esposte nei successivi paragrafi. Dall'unione dei risultati ottenuti per ciascuna delle due parti, si giunge poi alla creazione di un unico Rating ESG. Si tratta di un giudizio sul grado di disclosure volontaria presente nei siti internet istituzionali delle aziende prese a campione, per quanto riguarda le istanze Environment, Social e Governance.

Non fa parte dello studio l'esame dei documenti strettamente finanziari delle aziende in quanto, essendo obbligatori a norma del Regolamento Emittenti AIM, non è stata ritenuta rilevante tale verifica ai fini dell'analisi della disclosure volontaria.

4.2.1 Comunicazione di Corporate Governance nei siti internet istituzionali delle aziende AIM Italia

La prima parte di questo studio verifica la presenza nei siti delle 113 aziende campione di 10 requisiti necessari ai fini della corretta trasparente informazione verso gli stakeholder relativamente al sistema scelto di Corporate Governance. La scelta dei requisiti è frutto di un'elaborazione personale alla luce dello studio della letteratura di cui al precedente capitolo 2.

Essi sono:

- 1) Esistenza, nella sezione del sito “Corporate Governance”, di informazioni relative al modello di governance scelto, in particolare si verifica la presenza della descrizione esplicita di quest'ultimo sul sito web, oltre che nei documenti obbligatori (r1.1).
- 2) Esistenza di informazioni sulla struttura del gruppo societario, in particolare si verifica la presenza della rappresentazione grafica e/o l'elencazione delle società partecipate e/o l'elencazione delle collaborazioni con altre imprese nell'area del sito dedicata alla descrizione e alla storia del gruppo (r1.2);
- 3) Esistenza dell'organigramma concernente la struttura organizzativa nelle sue tre varianti funzionale, divisionale o matriciale (r1.3);
- 4) Esistenza di informazioni relative ai componenti del Consiglio di Amministrazione, in particolare si verifica la presenza dei Curriculum Vitae (r1.4);
- 5) Esistenza di informazioni relative ai Comitati in seno all'organo amministrativo, in particolare si verifica la descrizione dei comitati (compiti e poteri) e/o i nominativi e i ruoli dei componenti tali comitati; (r1.5);
- 6) Esistenza di informazioni relative ai componenti del Collegio Sindacale, in particolare si verifica la presenza dei Curriculum Vitae (r1.6);
- 7) Esistenza di informazioni sul risk management, in particolare tramite la pubblicazione di documenti che descrivono il modello di risk management

e le politiche di gestione del rischio relativo al mercato specifico di appartenenza, operativo, strategico, regolatorio, finanziario, di credito (r1.7);

- 8) Presenza di regolamenti interni, in particolare statuto societario e/o regolamento assembleare e/o regolamento con le parti correlate e/o regolamento per il trattamento delle informazioni societarie (r1.8);
- 9) Presenza nei siti internet aziendali della descrizione dei sistemi di remunerazione applicati, in particolare la pubblicazione di documenti contenenti informazioni sui compensi dei soggetti appartenenti al vertice aziendale e/o documenti contenenti informazioni sulle politiche di remunerazione variabile quali l'attribuzione di azioni o stock option o l'uso di compensi variabili in base al raggiungimento di obiettivi predefiniti (r1.9);
- 10) Presenza nei siti internet della relazione sulla Corporate Governance, in particolare si verifica la pubblicazione nei siti web della relazione sul governo societario come documento a sé stante (r1.10).

Allo scopo, per ogni requisito illustrato, è stato assegnato il valore 1 nel caso in cui sia presente almeno un'informazione o un documento tra quelli elencati, e 0 in caso in cui non sia presente neanche uno di essi.

Si riportano i risultati della content analysis della comunicazione di Corporate Governance all'interno dei siti web istituzionali delle aziende AIM Italia facenti parte il campione di riferimento.

Tabella 4.7: Verifica dei requisiti di Corporate Governance nei siti istituzionali delle aziende A113.

#	COMPANY	r1.1	r1.2	r1.3	r1.4	r1.5	r1.6	r1.7	r1.8	r1.9	r1.10
1	Life Care Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Capital For Progress Single Investment	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
3	Crowdfundme	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0

4	Abitare In	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Cleanbnb	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
6	WM Capital	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
7	Ambromobiliare	1	0	0	1	1	1	0	1	0	0
8	Rennergetica	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
9	Energica Motor Company	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0
10	Frendy Energy	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0
11	Mondo Tv France	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
12	Sostravel.Com	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
13	Imvest	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
14	Digital Magics	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0
15	Arterra Bioscience	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
16	Cyberoo	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
17	Officina Stellare	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
18	Visibilia Editore	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
19	Circle	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
20	Blue Financial Communication	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
21	Telesia	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
22	Dominion Hosting Holding	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
23	Solutions Capital Management Sim	0	0	0	1	1	0	0	1	1	0
24	Copernico	0	0	0	1	1	1	0	1	1	0
25	Culti Milano	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
26	Go Internet	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
27	Amm	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
28	Caleido Group	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
29	Agatos	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
30	Kolinpharma	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
31	Sciuker Frames	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0
32	Softec	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
33	Alfio Bardolla	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
34	Neosperience	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1
35	Portale Sardegna	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
36	Websolute	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
37	Neurosoft	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0
38	Maps	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0
39	Askoll Eva	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
40	Relatech	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0
41	Friulchem	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0
42	Matica Fintec	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0

43	Cdr Advance Capital	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1
44	Italia Independent	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0
45	Gruppo Green Power	1	0	0	1	1	0	0	1	0	0
46	First Capital	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0
47	Gambero Rosso	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
48	Confinvest	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
49	Gel	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
50	Intred	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0
51	Iniziative Bresciane	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0
52	Esautomotion	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
53	Grifal	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
54	Prismi	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
55	Eles	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
56	Ilpra	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
57	Digital360	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0
58	Portobello	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
59	Sg Company	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0
60	Tps	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0
61	Fervi	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
62	Poligrafici Printing	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
63	Edilziacrobatica	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
64	Fintel Energia Group	1	1	0	1	0	1	0	1	0	0
65	Net Insurance	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
66	Finlogic	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
67	Notorious Pictures	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
68	Health Italia	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
69	Cover 50	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
70	Farmae Group	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
71	Lucisano Media Group	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1
72	Digitouch	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0
73	Fope	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
74	Società Editoriale Il Fatto	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0
75	Longino&Cardenal	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
76	Iervolino Entertainment	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1
77	Powersoft	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
78	Illa	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
79	Sicit Group	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0
80	Expert System	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
81	Casta Diva Group	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0
82	Ki Group	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0

83	Enertronica Santerno	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1
84	Innovatec	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1
85	Gibus	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
86	Mailup	0	1	0	1	1	0	0	1	0	0
87	Biodue	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0
88	Ecosuntek	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0
89	Marzocchi Pompe	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
90	Trawell Co	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0
91	Costamp Group	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
92	Pharmanutra	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0
93	Clabo	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0
94	Vimi Fasteners	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
95	DbA Group	1	1	0	1	1	1	0	1	0	0
96	Monnalisa	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
97	Icf Group	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
98	H-Farm	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
99	Vetrya	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0
100	Masi Agricola	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0
101	Giorgio Fedon	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1
102	Assiteca	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
103	Radici	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0
104	Leone Film Group	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
105	Antares Vision	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0
106	Neodecortech	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0
107	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
108	Italian Wine Brands	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
109	Siti - B&T	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
110	Cft	0	1	0	1	1	1	0	1	0	0
111	Digital Value	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0
112	Salcef Group	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0
113	Comer Industries	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0

Fonte: Elaborazione personale dell'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

4.2.2 Comunicazione Socio-Ambientale nei siti internet istituzionali delle aziende AIM Italia

La seconda parte di questo studio verifica la presenza nei siti delle 113 aziende campione di 10 requisiti necessari ai fini della corretta trasparente informazione verso gli stakeholder relativamente ai temi socio-ambientali e in generale alla Corporate Responsibility riguardo alle due componenti Social & Environmental. La scelta dei requisiti è frutto di un'elaborazione personale alla luce dello studio della letteratura di cui al precedente capitolo 2.

E' esclusa la componente di responsabilità strettamente economica per i motivi sopra già menzionati.

Essi sono:

- 1) Esistenza nei siti istituzionali di apposita sezione “Sostenibilità o Responsabilità aziendale” (r2.1);
- 2) Pubblicazione di report di sostenibilità e/o bilancio sociale e/o bilancio integrato (r2.2);
- 3) Pubblicazione di visura ordinaria di PMI innovativa a cura della Camera di Commercio e/o documentazione di brevetti posseduti e/o eventuali premi e riconoscimenti di terzi relativi a prodotti e processi aziendali (r2.3);
- 4) Pubblicazione del codice etico e/o codice di comportamento e/o codice di disciplina e/o codice di condotta (r2.4);
- 5) Presenza della documentazione relativa al Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ex D. Lgs n.231/0, nella sua parte specifica e/o parte generale (r2.5);
- 6) Documentazione di certificazioni sulla qualità, in particolare ISO 9001 (r2.6);
- 7) Documentazione di certificazioni sull'ambiente, in particolare ISO 14001 e/o regolamento EMAS (r2.7);
- 8) Dichiarazione ex art 80 D. Lgs 50/2016 relativa all'attestazione di inesistenza dei motivi di esclusione di un operatore economico dalla

partecipazione a una procedura di appalto o concessione di cui al suddetto articolo e/o documentazione di certificazione relativa alla rintracciabilità di filiera e rintracciabilità aziendale (ISO 22005) e/o documentazione di certificazione relativa alla sicurezza del lavoro e dei lavoratori (OHSAS 18001) e/o documentazione di certificazione relativa alla Responsabilità Sociale di Impresa (SA8000) e/o la presenza di documentazione relativa al tema GDPR, in particolare privacy policy (r2.8);

- 9) Settore “green” secondo la classificazione dell’Osservatorio VedoGreen, dettagliatamente descritta in seguito (r2.9);
- 10) Presenza di informazioni relative a business model e/o business plan e/o piano industriale e/o valori e/o mission e vision aziendali (r2.10).

Allo scopo, per ogni requisito illustrato, è stato assegnato il valore 1 nel caso in cui sia presente almeno un’informazione o un documento tra quelli elencati, e 0 in caso in cui non sia presente neanche uno di essi.

A proposito del requisito 2.9 (r2.9) si è deciso di prendere a riferimento la classificazione proposta dall’Osservatorio VedoGreen per assegnare il valore 1 alle aziende “green” secondo tale tassonomia. Sulla scorta del suo database capace di oltre 3.000 società green italiane non quotate, l’Osservatorio in questione calcola, per l’anno 2016, in 110 milioni di euro il fatturato medio delle aziende (con un valore mediano di 30 milioni di euro) e con una marginalità oltre il 10% riferita al 38% delle stesse (Lambiase, 2018).

I settori interessati dalla Green Economy sono così raggruppati nel numero di dieci:

- 1) Agribusiness: fa riferimento alla produzione agricola sostenibile per la coltivazione di prodotti realizzati a basso impatto ambientale;

- 2) Ecobuilding: ossia attività edilizia che si fonda sull'impiego di tecniche e materiali costruttivi ecocompatibili al fine di realizzare immobili la cui gestione ed utilizzo siano di scarsissimo impatto ambientale;
- 3) Ecomobility: comprende tutte le modalità di spostamento e trasporto a basso o nullo inquinamento nonché la tendenza alla sostituzione, ove possibile, della mobilità privata con quella pubblica;
- 4) Environmental Service: ossia una politica di gestione del territorio e dell'ambiente finalizzata al miglioramento qualitativo della vita;
- 5) Green Chemistry: lo studio e la ricerca ingegneristica e chimica per la realizzazione di prodotti e materiali la cui produzione non abbia ricadute negative sull'ambiente nonché la loro creazione attraverso l'impiego di materie prime e fonti di energia rinnovabili;
- 6) Lighting Solutions: produzione di impianti di illuminazione ad uso pubblico, privato ed industriale a basso consumo di energia e a ridotto inquinamento;
- 7) Smart Energy: fa riferimento ai sistemi di produzione energetica da fonti rinnovabili con particolare attenzione ai sistemi di accumulo ai fini dell'integrazione tra forme stabili di produzione e forme intermittenti o non programmabili;
- 8) Water, Air & Noise Treatment: si occupa della tecnologia per l'intero ciclo di approvvigionamento e consumo idrico, di quella di trattazione e depurazione dell'aria e di quella finalizzata alla riduzione dell'inquinamento acustico;
- 9) Waste Management: si occupa dei processi di trattamento dei rifiuti tramite la loro differenziazione, il loro riutilizzo, ove possibile, e smaltimento finale nel massimo rispetto dell'ambiente e della salute umana;
- 10) White Biotech: utilizzo di biotecnologie a servizio della protezione ambientale e, in campo industriale ed agricolo, del miglioramento produttivo tramite la preventiva azione sui fattori latenti di disturbo.

Si riportano i risultati della content analysis della comunicazione Social & Environmental all'interno dei siti web istituzionali delle aziende AIM Italia facenti parte il campione di riferimento.

Tabella 4.8: Verifica dei requisiti di Environmental & Social nei siti istituzionali delle aziende A113.

#	COMPANY	r2.1	r2.2	r2.3	r2.4	r2.5	r2.6	r2.7	r2.8	r2.9	r2.10
1	Life Care Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
2	Capital For Progress Single Investment	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Crowdfundme	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Abitare In	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
5	Cleanbnb	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
6	WM Capital	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
7	Ambromobiliare	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1
8	Renergetica	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
9	Energica Motor Company	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
10	Frendy Energy	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
11	Mondo Tv France	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
12	Sostravel.Com	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
13	Imvest	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
14	Digital Magics	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
15	Arterra Bioscience	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0
16	Cyberoo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
17	Officina Stellare	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18	Visibilia Editore	0	0	1	1	0	0	1	0	0	1
19	Circle	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
20	Blue Financial Communication	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
21	Telesia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22	Dominion Hosting Holding	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
23	Solutions Capital Management Sim	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
24	Copernico	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
25	Culti Milano	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
26	Go Internet	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
27	Amm	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
28	Caleido Group	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
29	Agatos	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0

30	Kolinpharma	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
31	Sciuker Frames	1	0	1	0	0	1	1	1	0	1
32	Softec	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
33	Alfio Bardolla	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
34	Neosperience	0	0	1	0	0	1	0	1	0	1
35	Portale Sardegna	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
36	Websolute	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1
37	Neurosoft	1	0	1	0	0	1	0	1	0	1
38	Maps	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
39	Askoll Eva	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
40	Relatech	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
41	Friulchem	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1
42	Matica Fintec	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
43	Cdr Advance Capital	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
44	Italia Independent	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
45	Gruppo Green Power	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1
46	First Capital	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
47	Gambero Rosso	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
48	Confinvest	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
49	Gel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
50	Intred	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1
51	Iniziative Bresciane	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0
52	Esautomotion	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
53	Grifal	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1
54	Prismi	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
55	Eles	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
56	Ilpra	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1
57	Digital360	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
58	Portobello	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
59	Sg Company	0	0	1	1	0	1	0	0	0	1
60	Tps	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0
61	Fervi	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1
62	Poligrafici Printing	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
63	Edilziacrobatica	0	0	1	0	0	1	0	1	0	1
64	Fintel Energia Group	1	0	0	1	1	0	0	0	1	1
65	Net Insurance	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
66	Finlogic	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1
67	Notorious Pictures	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
68	Health Italia	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
69	Cover 50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

70	Farmae Group	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
71	Lucisano Media Group	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0
72	Digitouch	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
73	Fope	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0
74	Società Editoriale Il Fatto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
75	Longino&Cardenal	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
76	Iervolino Entertainment	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
77	Powersoft	0	0	1	0	0	1	0	0	0	1
78	Illa	1	0	0	0	0	1	0	1	0	1
79	Sicit Group	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0
80	Expert System	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0
81	Casta Diva Group	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
82	Ki Group	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0
83	Enertronica Santerno	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1
84	Innovatec	1	1	0	1	1	0	0	1	1	1
85	Gibus	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1
86	Mailup	1	0	1	1	1	0	0	1	0	1
87	Biodue	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
88	Ecosuntek	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1
89	Marzocchi Pompe	1	0	0	1	0	1	1	1	0	1
90	Trawell Co	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1
91	Costamp Group	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1
92	Pharmanutra	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1
93	Clabo	0	0	0	1	1	1	1	0	0	1
94	Vimi Fasteners	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1
95	DbA Group	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1
96	Monnalisa	0	1	0	1	1	1	1	1	0	0
97	Icf Group	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1
98	H-Farm	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
99	Vetrya	1	1	1	1	0	1	0	1	0	1
100	Masi Agricola	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1
101	Giorgio Fedon	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1
102	Assiteca	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1
103	Radici	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
104	Leone Film Group	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
105	Antares Vision	1	0	0	1	1	0	0	1	0	1
106	Neodecortech	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
107	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1
108	Italian Wine Brands	0	0	1	0	0	1	0	1	0	1

109	Siti - B&T	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1
110	Cft	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1
111	Digital Value	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1
112	Salcef Group	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1
113	Comer Industries	1	0	1	1	0	1	1	1	0	1

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

4.3 Creazione del Rating ESG: la metodologia

A partire dalle tabelle 4.7 e 4.8, si è proceduto a calcolare due medie ponderate le quali poi sono state sommate, ottenendo un parametro (Rating ESG) che va da 1 a 10. Allo scopo, ad ogni requisito r1 e r2 è stato assegnato un peso secondo una valutazione soggettiva. Dall'osservazione complessiva delle 113 aziende campione si è notato che alcuni requisiti sono rispettati più frequentemente di altri; secondo un giudizio soggettivo, che verrà in seguito illustrato nel dettaglio, si è deciso di assegnare un peso più alto ai requisiti più raramente rilevati. Inoltre, si è assegnato un peso maggiore alle aziende che dispongono appositi documenti *ad hoc* allo scopo di rendicontare su materie ritenute rilevanti alla luce della letteratura riportata nei precedenti capitoli. Il singolo peso assegnato per ciascun requisito è un valore che va da 0,25 a 1. Si riporta nel dettaglio il procedimento di creazione dei due rating parziali G ed ES.

Figura 4.2: Metodologia di creazione del Rating parziale G per le istanze di Corporate Governance.

#	COMPANY	r1.1	r1.2	r1.3	r1.4	r1.5	r1.6	r1.7	r1.8	r1.9	r1.10	rating G	rating ES	rating ESG	check
1	Life Care Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0,25	0
2	Capital For Progress Single Investment	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0,5	0	0,5	0
3	Crowdfundme	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1,75*L4	0	0,5	0
4	Abitare In	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,25	2,25	0
5	Cleanbnb	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	2	2,75	0
6	WM Capital	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0,5	0,5	1	0
7	Ambromobiliare	1	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1,75	2,75	4,5	0
8	Renergetica	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	0,5	1,25	0
9	Energica Motor Company	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1,5	0,5	2	0
10	Frendy Energy	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1,75	0,5	2,25	0
11	Mondo Tv France	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0,25	0,25	0,5	0
12	Sostravel.Com	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1,5	0	1,5	0
13	Imvest	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	2	2,75	0
14	Digital Magics	0	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1,75	0,25	2	0
15	Arterra Bioscience	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	1	1,75	0
16	Cyberoo	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	0,25	1	0
17	Officina Stellare	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	0	0,75	0
18	Visibilia Editore	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0,25	1,75	2	0
19	Circle	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0,75	1,25	2	0
20	Blue Financial Communication	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0,5	0,25	0,75	0

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

I pesi per il rating parziale G sono stati dunque assegnati nel seguente modo:

- 0,25 per il requisito r1.1
- 0,25 per il requisito r1.2
- 0,25 per il requisito r1.3
- 0,25 per il requisito r1.4
- 0,75 per il requisito r1.5
- 0,25 per il requisito r1.6
- 1 per il requisito r1.7
- 0,25 per il requisito r1.8
- 1 per il requisito r1.9
- 0,75 per il requisito r1.10

La somma dei pesi massimi così assegnati per il rating parziale G è pari a 5 ($0,25+0,25+0,25+0,25+0,75+0,25+1+0,25+1+0,75$).

Allo stesso modo è stato creato il rating parziale ES. Si riporta nel dettaglio il procedimento.

Figura 4.3: Metodologia di creazione del Rating parziale ES per le istanze Environmental & Social.

#	COMPANY	r2.1	r2.2	r2.3	r2.4	r2.5	r2.6	r2.7	r2.8	r2.9	r2.10	rating ES	rating G	rating ESG	check
1	Life Care Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,25	0	0,25	0
2	Capital For Progress Single Investment	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0
3	Crowdfundme	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0
4	Abitare In	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1,5	0	2,25	0
5	Cleanbnb	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2	0,75	2,75	0
6	WM Capital	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0,5	0,5	1	0
7	Ambromobiliare	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	2,75	1,75	4,5	0
8	Renegeretica	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0,5	0,75	1,25	0
9	Energica Motor Company	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0,5	1,5	2	0
10	Frendy Energy	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0,5	1,75	2,25	0
11	Mondo Tv France	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,25	0,25	0,5	0
12	Sostravel.Com	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,5	1,5	0
13	invest	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2	0,75	2,75	0
14	Digital Magics	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,25	1,75	2	0
15	Arterra Bioscience	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	0,75	1,75	0
16	Cyberoo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,25	0,75	1	0
17	Officina Stellare	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,75	0,75	0
18	Visibilia Editore	0	0	1	1	0	0	1	0	0	1	1,75	0,25	2	0
19	Circle	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	1,25	0,75	2	0
20	Blue Financial Communication	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,25	0,5	0,75	0

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

I pesi per il rating parziale ES sono stati dunque assegnati nel seguente modo:

- 0,5 per il requisito r2.1
- 1 per il requisito r2.2
- 0,25 per il requisito r2.3
- 1 per il requisito r2.4
- 1 per il requisito r2.5
- 0,25 per il requisito r2.6
- 0,25 per il requisito r2.7
- 0,25 per il requisito r2.8
- 0,25 per il requisito r2.9
- 0,25 per il requisito r2.10

La somma dei pesi massimi così assegnati per il rating parziale ES è pari a 5 (0,5+1+0,25+1+1+0,25+0,25+0,25+0,25+0,25).

Calcolate le due medie ponderate (rating parziali G ed ES) si è proceduto a sommare i due valori in modo tale che la somma del massimo dei pesi assegnati (G+ES) sia pari a 10 (0,25+0,25+0,25+0,25+0,75+0,25+1+0,25+1+0,75+0,5+1+0,25+1+1+0,25+0,25+0,25+0,25+0,25).

Con questa metodologia è possibile realizzare un rating da 1 a 10 che rifletta il grado di disclosure relativa all'istanza di Corporate Governance e il grado di disclosure relativa alle istanze Environmental & Social delle 113 aziende campione quotate in AIM Italia.

Si riporta, dunque, il Rating ESG creato per ciascuna azienda A113, e le sue due componenti parziali G ed ES.

Tabella 4.9: Rating ESG per ciascuna azienda facente parte del campione A113.

#	COMPANY	rating G	rating ES	rating ESG
1	Life Care Capital	0	0,25	0,25
2	Capital For Progress Single Investment	0,5	0	0,5
3	Crowdfundme	0,5	0	0,5
4	Abitare In	0	2,25	2,25
5	Cleanbnb	0,75	2	2,75
6	WM Capital	0,5	0,5	1
7	Ambromobiliare	1,75	2,75	4,5
8	Renergetica	0,75	0,5	1,25
9	Energica Motor Company	1,5	0,5	2
10	Frendy Energy	1,75	0,5	2,25
11	Mondo Tv France	0,25	0,25	0,5
12	Sostravel.Com	1,5	0	1,5
13	Imvest	0,75	2	2,75
14	Digital Magics	1,75	0,25	2
15	Arterra Bioscience	0,75	1	1,75
16	Cyberoo	0,75	0,25	1
17	Officina Stellare	0,75	0	0,75
18	Visibilia Editore	0,25	1,75	2

19	Circle	0,75	1,25	2
20	Blue Financial Communication	0,5	0,25	0,75
21	Telesia	0,5	0	0,5
22	Dominion Hosting Holding	0,5	0,25	0,75
23	Solutions Capital Management Sim	2,25	0,25	2,5
24	Copernico	2,5	0	2,5
25	Culti Milano	0,5	0	0,5
26	Go Internet	0,75	2,25	3
27	Amm	0,25	0	0,25
28	Caleido Group	0,75	0,25	1
29	Agatos	0,75	0,5	1,25
30	Kolinpharma	0,25	3,5	3,75
31	Sciuker Frames	1,75	1,75	3,5
32	Softec	0,75	2	2,75
33	Alfio Bardolla	0,75	0	0,75
34	Neosperience	1,5	1	2,5
35	Portale Sardegna	0,75	0,5	1,25
36	Websolute	1	0,75	1,75
37	Neurosoft	3	1,5	4,5
38	Maps	1,75	0,25	2
39	Askoll Eva	0,25	0,5	0,75
40	Relatech	1	0	1
41	Friulchem	1,75	1,5	3,25
42	Matica Fintec	0,75	0	0,75
43	Cdr Advance Capital	2,25	2	4,25
44	Italia Independent	0,5	1	1,5
45	Gruppo Green Power	1,5	1,5	3
46	First Capital	1,75	1	2,75
47	Gambero Rosso	0,5	2	2,5
48	Confinvest	1,5	1	2,5
49	Gel	0,75	0	0,75
50	Intred	1	1,25	2,25
51	Iniziative Bresciane	1	2,25	3,25
52	Esautomotion	0,75	2	2,75
53	Grifal	0,5	1,25	1,75
54	Prismi	0,75	2	2,75
55	Eles	0,75	0,5	1,25
56	Ilpra	0,75	0,75	1,5
57	Digital360	1,75	2,25	4
58	Portobello	0,75	0,25	1
59	Sg Company	1	1,75	2,75
60	Tps	1	2,5	3,5

61	Fervi	0,75	0,75	1,5
62	Poligrafici Printing	1	2,25	3,25
63	Ediliziacrobatca	1	1	2
64	Fintel Energia Group	1,25	3	4,25
65	Net Insurance	1,5	2,25	3,75
66	Finlogic	1	3,75	4,75
67	Notorious Pictures	1,5	1	2,5
68	Health Italia	1	0,5	1,5
69	Cover 50	0,75	0,25	1
70	Farmae Group	0,75	0,25	1
71	Lucisano Media Group	1,5	2	3,5
72	Digitouch	1,75	2,25	4
73	Fope	0,25	1	1,25
74	Società Editoriale Il Fatto	1	0,25	1,25
75	Longino&Cardenal	0,5	0,25	0,75
76	Iervolino Entertainment	1,5	0,25	1,75
77	Powersoft	0,75	0,75	1,5
78	Illa	0,75	1,25	2
79	Sicit Group	1,25	0,5	1,75
80	Expert System	1,5	1,5	3
81	Casta Diva Group	0,75	0,25	1
82	Ki Group	0,25	2,25	2,5
83	Enertronica Santerno	1,75	1	2,75
84	Innovatec	2,25	4,25	6,5
85	Gibus	1,5	2,5	4
86	Mailup	1,5	3,25	4,75
87	Biodue	2	0,5	2,5
88	Ecosuntek	0,5	2,5	3
89	Marzocchi Pompe	0,75	2,5	3,25
90	Trawell Co	1,75	2,75	4,5
91	Costamp Group	1	1	2
92	Pharmanutra	1	3,75	4,75
93	Clabo	1,75	2,75	4,5
94	Vimi Fasteners	1,5	3	4,5
95	Dbn Group	2	2,5	4,5
96	Monnalisa	0,75	2,75	3,5
97	Icf Group	1	0,75	1,75
98	H-Farm	0,75	0,25	1
99	Vetrya	1	3,5	4,5
100	Masi Agricola	1	3	4
101	Giorgio Fedon	3	3,5	6,5
102	Assiteca	0,75	4,5	5,25

103	Radici	2	5	7
104	Leone Film Group	1,5	2,25	3,75
105	Antares Vision	1,25	3	4,25
106	Neodecortech	1	5	6
107	Fine Foods & Pharmaceuticals Ntm	0,75	1	1,75
108	Italian Wine Brands	0,75	1	1,75
109	Siti - B&T	0,75	2,5	3,25
110	Cft	1,75	1,25	3
111	Digital Value	1,5	2,25	3,75
112	Salcef Group	1	3	4
113	Comer Industries	0,5	2,75	3,25

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

4.4 Risultati

Tabella 4.10: Percentuale di aziende A113, suddivise per fasce di reddito, che rendicontano relativamente a ciascun requisito di Corporate Governance.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	r1.1	r1.2	r1.3	r1.4	r1.5	r1.6	r1.7	r1.8	r1.9	r1.10
Fascia1	33	29%	9%	0%	0%	79%	12%	67%	3%	79%	15%	0%
Fascia2	20	18%	15%	15%	25%	90%	35%	75%	5%	100%	0%	10%
Fascia3	31	27%	6%	26%	6%	84%	26%	81%	0%	97%	0%	16%
Fascia4	29	26%	14%	38%	24%	100%	38%	93%	0%	79%	7%	3%
Totale	113	100%	11%	19%	12%	88%	27%	79%	2%	88%	6%	7%

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

La tabella 4.10 riporta alle colonne r1.1 ÷ 1.10 la percentuale di aziende, raggruppate per fasce di reddito, che pubblicano chiaramente nel proprio sito istituzionale le informazioni relative a ciascuno dei requisiti di Corporate Governance presi in esame. Questa tabella non presenta una proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse: infatti poiché alcune informazioni alle quali si fa riferimento sono di obbligatoria dichiarazione nei documenti previsti dal Regolamento Emittenti AIM, molte aziende ne omettono la facoltativa ripetizione. Dall'analisi dell'ultima riga che si riferisce all'intero campione A113, si notano dei valori molto alti nelle colonne r1.4, r1.6 e r1.8 che fanno riferimento rispettivamente alla pubblicazione nei siti istituzionali dei curriculum vitae dei componenti il Cda e il Collegio Sindacale e lo Statuto aziendale. Tali informazioni sono spesso presenti nelle apposite sezioni dei siti; l'esatta individuazione della governance societaria e delle regole statutarie accresce infatti la fiducia degli stakeholder dando loro dei punti fissi di riferimento, a fronte di un costo contenuto per la divulgazione, al contrario della pubblicazione di appositi documenti relativi alle politiche di risk management e remunerazione e incentivazione di manager, lavoratori dipendenti e collaboratori e della relazione di Corporate Governance a cura del Cda (rispettivamente r1.7, r1.9 e r1.10). Si ritiene che la pubblicazione delle informazioni richieste dagli ultimi tre requisiti citati costituisca maggiori

costi di proprietà, come argomentato nel precedente capitolo 2 del presente elaborato.

Tabella 4.11: Percentuale di aziende A113, suddivise per fasce di reddito, che rendicontano relativamente a ciascun requisito Environmental & Social.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	r2.1	r2.2	r2.3	r2.4	r2.5	r2.6	r2.7	r2.8	r2.9	r2.10
Fascia1	33	29%	6%	0%	18%	24%	24%	9%	12%	9%	15%	58%
Fascia2	20	18%	5%	0%	30%	30%	35%	20%	10%	30%	15%	50%
Fascia3	31	27%	16%	3%	29%	45%	35%	35%	6%	26%	16%	71%
Fascia4	29	26%	45%	14%	31%	76%	62%	66%	52%	62%	21%	97%
Totale	113	100%	19%	4%	27%	44%	39%	33%	20%	31%	17%	70%

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

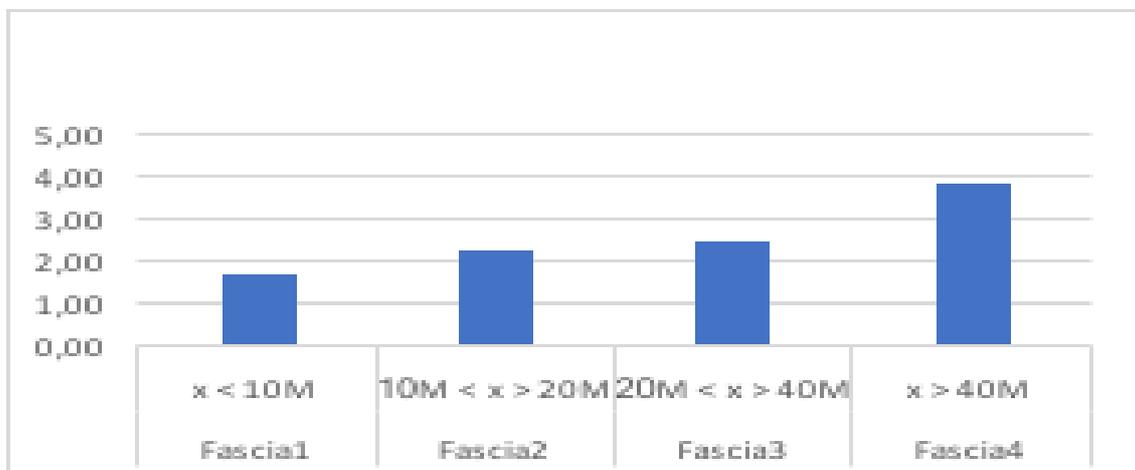
La tabella 4.11 riporta alle colonne r2.1 ÷ 2.10 la percentuale di aziende, raggruppate per fasce di reddito, che pubblicano chiaramente nel proprio sito istituzionale le informazioni relative a ciascuno dei requisiti “Environmental & Social” presi in esame. A differenza della tabella 4.10, balza agli occhi un'inequivocabile proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse, salvo poche eccezioni tra cui spicca il dato alla colonna r2.7 (certificazioni ambientali) relativo alla Fascia3, dovuto al casuale raggruppamento di aziende che, in virtù del tipo di attività svolta, incidono scarsamente sull'ambiente circostante.

Tabella 4.12: Media del Rating ESG calcolata per fasce di reddito.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	Media Rating ESG
Fascia1	33	29%	1,67
Fascia2	20	18%	2,25
Fascia3	31	27%	2,44
Fascia4	29	26%	3,81
Totale	113	100%	2,54

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Figura 4.4: Media del Rating ESG calcolata per fasce di reddito, dove x = fatturato 2018 Yahoo Finance, M = milioni.



Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

La tabella 4.12 riporta all'ultima colonna la media del Rating ESG, dato dalla somma dei due parziali G ed ES, sempre con riferimento alle quattro fasce di fatturazione. Vale lo stesso discorso di cui alla tabella 4.11 per quanto concerne la proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse, in quanto l'andamento fortemente crescente dei dati relativi ai requisiti r2.1 ÷ 2.10 sovrasta l'apparente uniformità di quelli dei requisiti r1.1 ÷ 1.10.

A fronte di una quasi completa omogeneità tra le medie delle fasce 2 e 3, si riscontra una marginalità elevata tra le medie di fascia 1 e fascia 4 (la seconda risulta quasi il doppio della prima), seppure tutti i valori siano ampiamente al di sotto del massimo potenziale che equivale al valore di 10.

CONCLUSIONI

Riprendendo l'ultima osservazione e considerando che è stato fissato nel numero 10 il valore massimo del Rating ESG, si può dire che soltanto tre aziende raggiungono la "sufficienza" con un voto massimo di 7. Un'unica azienda raggiunge il 5, diciotto aziende arrivano al punteggio di 4 e altre diciotto a quello di 3: tutte le altre si posizionano tra lo 0 e il 2. Per quanto possa valere si osserva anche che il 44% delle aziende supera il valore medio (2,25) e il rimanente 56% ne risulta al di sotto.

Si osserva, comunque, che i valori ottenuti devono essere valutati in senso relativo in quanto il massimo, stabilito nel voto 10 potrebbe essere raggiunto da una grande azienda con visibilità internazionale e sottoposta alle norme del D. Lgs 254/16; ciò porta a considerare il valore 7, per le aziende in esame, come un ottimo punteggio, mentre altrettanto non può dirsi della media che si ritiene non proprio soddisfacente. Di fatto, considerando il voto di 7 alla stregua del massimo, la sufficienza dovrebbe essere raggiunta con un punteggio di 3,5, discretamente più alto del valore medio calcolatesi in 2,25.

Traendo le conclusioni, dal presente elaborato emerge con chiarezza che la rendicontazione non finanziaria risulta essere un valido ed essenziale strumento in mano alle organizzazioni per dimostrare la propria trasparenza; in particolare, innegabili sono i vantaggi che le aziende possono trarre in termini di riduzione del costo del capitale e di aumento della liquidità dei titoli azionari.

Un importante ruolo nel collegamento tra PMI italiane, che operano la rendicontazione non finanziaria, e investitori, che si approcciano ad esse, è rappresentato dai Piani Individuali di Risparmio (PIR). Introdotti dalla Legge di Bilancio 2017, si prefiggono lo scopo di favorire lo sviluppo del tessuto imprenditoriale italiano, come dettagliatamente evidenziato nel precedente capitolo 3 del presente elaborato, ed hanno anche la funzione di incentivare le

aziende alla comunicazione che funge da tramite tra esse e gli investitori. Come emerge dall'analisi effettuata, l'invito non è ancora sufficientemente accolto dalla generalità delle piccole e medie imprese, ad eccezion fatta le aziende che dispongono di maggiori risorse economiche e che vantano un discreto periodo di quotazione nel mercato del capitale. A tutt'oggi l'unico bilancio integrato secondo l'International <IR> Framework, nell'area analizzata, è quello di Monnalisa, redatto dal 2018: si auspica che ben presto tale comportamento sia imitato da un cospicuo numero di aziende. Inoltre, come si evince dal campione esaminato, un discreto numero di esse (17%) appartiene ad un settore "green" secondo la classificazione riportata nel precedente capitolo 4: si nota che, sebbene buona parte di queste aziende faccia già propri i principi di sostenibilità nelle sue tre declinazioni economica, sociale ed ambientale, la comunicazione sia il vero gap da colmare, al fine della crescita delle stesse, con l'auspicio dell'entrata nel mercato borsistico principale MTA (così come avvenuto per le citate Alkemy e Orsero) e pertanto al fine della crescita dell'economia italiana.

Non bisogna perdere di vista, tuttavia, che il fine "nobile" della rendicontazione non finanziaria si identifica nella sensibilizzazione di tutti gli stakeholder e nell'invito all'azienda stessa a ricercare una soluzione, non più procrastinabile, ai problemi che affliggono il contesto generale, o, quantomeno, a ridurre gli effetti negativi. Tutti devono prendere a cuore la salvaguardia del sistema ambientale e sociale, ivi comprese le aziende che possono fare la loro parte: allo scopo il presente elaborato suggerisce l'utilizzo degli strumenti di responsabilità già disponibili, ma suscettibili di un necessario sviluppo e di una più capillare divulgazione. E' auspicabile che le linee della trasparente rendicontazione non finanziaria, che già costituiscono un vantaggio strategico per l'azienda, si trasformino anche nelle piccole e medie realtà, dapprima in obblighi morali per trasformarsi, a breve, in requisiti inderogabili al fine di operare nel mercato e nella società, intesa come contesto economico, sociale ed ambientale.

Si spera che la presente tesi possa rappresentare un modesto ed originale contributo costituendo uno strumento che, con opportune modifiche e integrazioni, possa servire alla misurazione del grado di disclosure non finanziaria delle piccole e medie imprese nell'ambito della diffusione della sua cultura.

BIBLIOGRAFIA

Abeysekera I. (2013). A template for integrated reporting, *Journal of Intellectual Capital*.

Aboduy, D., & Kasznik, R. (2000). CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp. 73–100.

Ağca A., Önder S. (2007). Voluntary Disclosure In Turkey: A Study On Firms Listed In Istanbul Stock Exchange (ISE)”, *Problems and Perspectives in Management*, Volume 5, Issue 3.

Al-Razeen, A., & Karbhari, Y. (2004). Interaction between compulsory and voluntary disclosure in Saudi Arabian corporate annual reports, *Managerial Auditing Journal*, 19(3), pp. 351–360.

Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia, *Managerial Auditing Journal*, 21(5), pp. 476–496.

Ball R. (2013). Accounting Informs Investors and Earnings Management is Rife: Two Questionable Beliefs, *Accounting Horizons*, Vol. 27 Issue 4, p847-853. 7p.

Ball R., Jayaraman S., Shivakumar L. (2011). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the Confirmation Hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*.

Barako, D.G., Hancock, P., & Izan, H.Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosures by Kenyan companies, *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), pp. 107–125.

Beretta, S. (2007). No news bad news : perchè e come comunicare informazioni economico finanziarie su base volontaria, *Egea*.

Berger, P., & Hann, R. (2003). Segment disclosures, proprietary costs, and the market for corporate control, Working Paper, University of Chicago and University of Southern California.

Bhushan, R. (1989a). Collection of information about publicly traded firms: theory

and evidence, *Journal of Accounting and Economics*, 11(2/3), pp. 183–207.

Borsa Italiana (2019). Regolamento emittenti AIM Italia.

Botosan, C.A. (2006). Disclosure and the cost of capital: What do we know? *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, pp. 31-40.

Camfferman, K., & Cooke, T.E. (2002). An analysis of disclosure in the annual reports of UK and Dutch companies, *Journal of International Accounting Research*, 1, pp. 3–30.

Campbell, D., Shrikes, P., & Saager, H.B. (2001). Voluntary disclosure of mission statements in corporate annual reports: signaling what and to whom?, *Business and Society Review*, 106(1), pp. 65–87.

Choi, F.D.S. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market, *Journal of Accounting Research*, 11(2), pp. 159–175.

Cormier, D., & Gordon, I. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14(5), pp. 587–616.

Del Sordo, C., Orelli, R.L., Rossi, F.M. (2018). Integrated Reporting e valore aziendale, *Franco Angeli*.

Diamond, D., & Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325–1355.

Direttiva 2003/51/CE - D. Lgs. 32/2007, Modernization Directive.

Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organisational legitimacy: social values and organizational behaviour, *Pacific Sociological Review*, 18(1), pp. 122–36.

Dyball, M. (1998). Corporate annual reports as promotional tools: the case of Australian National industries Limited, *Asian Review of Accounting*, 6(2), pp. 25–53.

Dye, R. (1985). Disclosure of nonproprietary information, *Journal of Accounting Research*, 23(1), pp. 123–145.

Financial Accounting Standards Board (2001). Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure, *The Financial Accounting Standards Board*.

- Francesconi, A. (2007). Comunicare il valore dell'azienda non profit, Cedam.
- Francis, J., Philbrick, D. and Schipper, K. (1994). Shareholder litigation and corporate disclosures, *Journal of Accounting Research*, 32(2), pp. 137–165.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 40, pp. 3–37.
- Gray, R.H. (2000). Current developments and trends in social and environmental auditing, reporting and attestation: A review and comment, *International Journal of Auditing*. 4(3) November. Pp. 247-268.
- GRI (2018). GRI Sustainability Reporting Standards.
- Hayes, R., & Lundholm, R. (1996). Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor, *Journal of Accounting Research*, 34(2), pp. 261–280.
- 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(1/3), pp. 405–440.
- IIRC (2011). Toward Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century.
- IIRC (2013). Il Framework <IR> Internazionale.
- IIRC (2014). Black Sun; Realizing the benefits: The impact of Integrated Reporting.
- Incollingo, A. (2015). Le prime esperienze di bilancio integrato. Analisi e riflessioni, *Giappichelli*.
- Institute of Directors Southern Africa, (2009). King report on governance for South Africa.
- ItaliaCamp (2019). Lezioni di Impact & Integrated Reporting, *Luiss Guido Carli*.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360.

Kim, O. and Verrecchia, R. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements, *Journal of Accounting and Economics*, 17(1/2), pp. 41–68.

King, M., Roberts, L. (2017). *Integrate: Doing Business in the 21st Century*, Juta & Company.

KPMG (2015). Currents of Change. The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2015. P. 30. Disponibile in: <http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2015-O-201511.pdf>.

La Posta L. (2017). “Esg”, la formula vincente sui mercati, *Il Sole24Ore* disponibile a <https://www.ilsole24ore.com/art/esg-formula-vincente-mercati-AEZUaWW>.

Lambiase, A. (2018). La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale: Alla luce delle novità fiscali dei PIR e degli incentivi alla quotazione delle imprese, *FrancoAngeli*.

Lang, M., & Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analysts behaviour, *The Accounting Review*, 71, pp. 467–492.

Legge n. 232 (2016), articolo 1, commi 88-114. Legge di Bilancio 2017

Lightstone, K., & Driscoll, C. (2008). Disclosing elements of disclosure: a test of legitimacy theory and company ethics, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 25(1), pp. 7–21.

Lindblom, C.K. (1994). The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure, *Critical Perspectives on Accounting Conference*. New York.

Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(4), pp. 540–563.

Marcon, G. (2007), La rendicontazione sociale e il sistema di accountability, *Agenzia Regionale Socio Sanitaria del Veneto* disponibile a http://www2.arssveneto.it/html_pages/documents/Marcon.pd.

Meek G., Roberts C., Gray S. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, *Journal of International Business Studies*, Vol. 26, Issue 3, 555-572.

Myers, S., & Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187–222.

Nanda, D.J., Nagar, V., & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives, *Journal of Accounting and Economics*, 34(1/3), pp. 283–309.

O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), pp. 344–71.

Owusu-Ansah, S. (1998) The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe, *The International Journal of Accounting*, 33, 605-629.

Parker, L. (1986). Polemical Themes in Social Accounting: A Scenario for Standard Setting, *Advances in Public Interest Accounting*, Vol. 1, pp. 67 – 93. P.72.

Piotroski, J. (1999). Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs, Working paper, University of Chicago.

Porter, M.E., Kramer, M., R., (2011). Creating Shared Value. How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth, *Harvard Business Review*.

PwC, Associazione IR, Aiaf (2014). Comunicazione finanziaria: il ruolo del bilancio tra compliance e informazione.

Ross, S.A. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach, *Bell Journal of Economics*, 8(1), pp. 23–40.

Shehata N. (2014). Theories and Determinants of Voluntary Disclosure, *Accounting and Finance Research*, Vol.3, No. 1.

Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news, *Journal of Accounting Research*, 32(1), pp. 38–61.

Skinner, D. (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits, *Journal of Accounting and Economics*, 23(3), pp. 249–283.

- Spence, M. (1973). Job market signalling, *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355–374.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts?, *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), pp. 53–72.
- Verrecchia, R.E. (1983). Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5(3), pp. 179–194.
- Wallace, R.S.O., Naser, K., & Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain, *Accounting and Business Research*, 25(97), pp. 41–53.
- Warner, J., Watts, R., & Wruck, K. (1988). Stock prices and top management changes, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 461–493.
- Watson, A., Shrivies, P., & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK, *British Accounting Review*, 34(4), pp. 289–313.
- Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *The Accounting Review*, 53(1), pp. 112–134.
- Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431–461.
- Zona, F. (2015). Corporate disclosure, *Egea*.

Abstract

La salvezza del nostro pianeta, ormai già fortemente compromessa, non può prescindere da scelte industriali ed economiche basate sul rispetto dell'ambiente, l'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili e l'eliminazione o la forte riduzione della produzione di rifiuti industriali e domestici. Un eclatante esempio di questi giorni (a cavallo tra l'anno scorso ed il corrente) è il tragico incendio che sta devastando il continente australiano provocato da variazioni climatiche già previste ma che purtroppo si stanno manifestando più marcate di quanto non si potesse immaginare. Parimenti è indispensabile porre attenzione all'attività di impresa in rapporto all'utilizzo delle risorse umane e allo sviluppo della comunità circostante. Gli stakeholder ed i consumatori, sensibilizzati da questi eventi, prendono sempre più coscienza della gravità della situazione e pretendono la massima chiarezza da parte delle organizzazioni, interessandosi sempre più, oltre che alle performance economico-finanziarie, a quelle ambientali e sociali. Da qui l'importanza del social reporting quale strumento essenziale per la trasparente conoscenza delle aziende, che si traduce anche in un vantaggio economico per l'azienda stessa, sebbene i suoi principi e le linee guida, già presenti in varie forme (GRI Sustainability Reporting Standards, International <IR> Framework...) non costituiscano ancora ferree ed obbligatorie regole per la redazione dei bilanci. Un loro organico sviluppo è auspicabile allo scopo di favorirne l'adozione da parte di un sempre maggior numero di organizzazioni, coinvolgendo anche le piccole e medie imprese, per le quali non sussiste l'obbligo, e che, ad oggi, risultano essere riluttanti ad accogliere l'invito, molto spesso per scarsità delle risorse economiche disponibili. La tesi integrale prende in esame gli aspetti della rendicontazione obbligatoria e volontaria, finanziaria e non finanziaria per poi passare alla descrizione dello sviluppo, dei metodi e degli strumenti di disclosure non finanziaria. Lo scopo dell'elaborato è quello di verificare l'effettivo livello di adesione delle aziende italiane alla pratica di rendicontazione non finanziaria e per farlo efficacemente si è deciso di "misurarlo" proprio laddove non prescritto per

legge. Si descrive, quindi, il Mercato Alternativo del Capitale (AIM Italia), composto delle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita, scelto come fonte dell'analisi sperimentale proposta, nonché gli esistenti strumenti di incentivazione per gli investitori (PIR), sempre con riferimento al mercato AIM. Segue un'analisi della totalità delle aziende quotate in questo segmento di Borsa Italiana, secondo una personale proposta di Rating che tenga conto delle istanze ESG (Environmental, Social e Governance) assegnando pari importanza ai tre aspetti considerati. Dall'analisi e dai risultati che ne seguono vengono tratte le opportune conclusioni.

Dalla lista delle aziende quotate in AIM Italia del sito di Borsa Italiana, aggiornata a novembre 2019, sono state selezionate le aziende per cui fosse disponibile il totale dei ricavi alla chiusura dell'esercizio 2018. Il parametro "SIZE" è stato calcolato come logaritmo naturale della voce ricavi, presente nel portale Yahoo Finance in novembre 2019 e aggiornata alla chiusura finanziaria dell'esercizio 2018. Dunque, Yahoo Finance è il portale tramite il quale è stato ricavato tale dato, la cui disponibilità si è deciso di utilizzare come discriminante tra le società rientranti o meno nel campione di analisi. Si sottolinea che i ricavi dell'esercizio 2018 per il totale delle aziende osservate variano tra un minimo di 9.570 euro ad un massimo di 952.760.000 euro.

Allo scopo, lo studio della disclosure prende a campione un numero di 113 aziende quotate in AIM Italia, denominato anche "A113", analizzandone i siti istituzionali e verificando la quantità e la trasparenza dell'informazione che esse forniscono agli stakeholder.

Sussiste una correlazione o proporzionalità diretta, tra la disponibilità di risorse aziendali e l'impegno nella trasparenza: per questo motivo lo studio ritiene opportuno suddividere le aziende prese in esame, ai fini della valutazione dei loro livelli di disclosure, in quattro fasce sulla base dei relativi fatturati d'esercizio 2018, attingendo dal portale Yahoo Finance i dati necessari.

Le quattro fasce utilizzate sono:

- Società con ricavi inferiori a 10 milioni di euro (Fascia1);
- Società con ricavi tra 10 e 20 milioni di euro (Fascia2);
- Società con ricavi tra 20 e 40 milioni di euro (Fascia3);
- Società con ricavi superiori a 40 milioni di euro (Fascia4).

La suddivisione delle aziende A113 in quattro fasce e la determinazione dei limiti di reddito per l'appartenenza a ciascuna, rispondono ad un criterio semplicemente arbitrario tanto che il numero delle aziende per ciascuna fascia non è il risultato di una perfetta divisione. Ne segue che il numero di aziende di Fascia1 è paragonabile a quello delle fasce 3 e 4, mentre quello della Fascia2 (aziende medio-piccole) è sensibilmente inferiore degli altri.

Per quanto riguarda il processo di content analysis dei siti istituzionali delle aziende campione, lo studio suddivide la disclosure aziendale nelle due macrocategorie Governance ed Environmental & Social. L'analisi si compone quindi di due distinte parti. Dall'unione dei risultati ottenuti per ciascuna delle due parti, si giunge poi alla creazione di un unico Rating ESG. Si tratta di un giudizio sul grado di disclosure volontaria presente nei siti internet istituzionali delle aziende prese a campione, per quanto riguarda le dimensioni Environment, Social e Governance.

Non fa parte dello studio l'esame dei documenti strettamente finanziari delle aziende in quanto, essendo obbligatori a norma del Regolamento Emittenti AIM, non è stata ritenuta rilevante tale verifica ai fini dell'analisi della disclosure volontaria.

La prima parte di questo studio verifica la presenza nei siti delle 113 aziende campione di 10 requisiti necessari ai fini della corretta trasparente informazione verso gli stakeholder relativamente al sistema scelto di Corporate Governance. La

scelta dei requisiti è frutto di un'elaborazione personale alla luce dello studio della letteratura sulla rendicontazione non finanziaria.

Essi sono:

- Esistenza, nella sezione del sito “Corporate Governance”, di informazioni relative al modello di governance scelto, in particolare si verifica la presenza della descrizione esplicita di quest'ultimo sul sito web, oltre che nei documenti obbligatori (r1.1).
- Esistenza di informazioni sulla struttura del gruppo societario, in particolare si verifica la presenza della rappresentazione grafica e/o l'elencazione delle società partecipate e/o l'elencazione delle collaborazioni con altre imprese nell'area del sito dedicata alla descrizione e alla storia del gruppo (r1.2);
- Esistenza dell'organigramma concernente la struttura organizzativa nelle sue tre varianti funzionale, divisionale o matriciale (r1.3);
- Esistenza di informazioni relative ai componenti del Consiglio di Amministrazione, in particolare si verifica la presenza dei Curriculum Vitae (r1.4);
- Esistenza di informazioni relative ai Comitati in seno all'organo amministrativo, in particolare si verifica la descrizione dei comitati (compiti e poteri) e/o i nominativi e i ruoli dei componenti tali comitati; (r1.5);
- Esistenza di informazioni relative ai componenti del Collegio Sindacale, in particolare si verifica la presenza dei Curriculum Vitae (r1.6);
- Esistenza di informazioni sul risk management, in particolare tramite la pubblicazione di documenti che descrivono il modello di risk management e le politiche di gestione del rischio relativo al mercato specifico di appartenenza, operativo, strategico, regolatorio, finanziario, di credito (r1.7);

- Presenza di regolamenti interni, in particolare statuto societario e/o regolamento assembleare e/o regolamento con le parti correlate e/o regolamento per il trattamento delle informazioni societarie (r1.8);
- Presenza nei siti internet aziendali della descrizione dei sistemi di remunerazione applicati, in particolare la pubblicazione di documenti contenenti informazioni sui compensi dei soggetti appartenenti al vertice aziendale e/o documenti contenenti informazioni sulle politiche di remunerazione variabile quali l'attribuzione di azioni o stock option o l'uso di compensi variabili in base al raggiungimento di obiettivi predefiniti (r1.9);
- Presenza nei siti internet della relazione sulla Corporate Governance, in particolare si verifica la pubblicazione nei siti web della relazione sul governo societario come documento a sé stante (r1.10).

Allo scopo, per ogni requisito illustrato, è stato assegnato il valore 1 nel caso in cui sia presente almeno un'informazione o un documento tra quelli elencati, e 0 in caso in cui non sia presente neanche uno di essi.

La seconda parte di questo studio verifica la presenza nei siti delle 113 aziende campione di 10 requisiti necessari ai fini della corretta trasparente informazione verso gli stakeholder relativamente ai temi socio-ambientali e in generale alla Corporate Responsibility riguardo alle due componenti Social & Environmental. La scelta dei requisiti è frutto di un'elaborazione personale alla luce dello studio della letteratura sulla rendicontazione non finanziaria.

Essi sono:

- Esistenza nei siti istituzionali di apposita sezione "Sostenibilità o Responsabilità aziendale" (r2.1);
- Pubblicazione di report di sostenibilità e/o bilancio sociale e/o bilancio integrato (r2.2);

- Pubblicazione di visura ordinaria di PMI innovativa a cura della Camera di Commercio e/o documentazione di brevetti posseduti e/o eventuali premi e riconoscimenti di terzi relativi a prodotti e processi aziendali (r2.3);
- Pubblicazione del codice etico e/o codice di comportamento e/o codice di disciplina e/o codice di condotta (r2.4);
- Presenza della documentazione relativa al Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ex D.Lgs n.231/0, nella sua parte specifica e/o parte generale (r2.5);
- Documentazione di certificazioni sulla qualità, in particolare ISO 9001 (r2.6);
- Documentazione di certificazioni sull'ambiente, in particolare ISO 14001 e/o regolamento EMAS (r2.7);
- Dichiarazione ex art 80 D.Lgs 50/2016 relativa all'attestazione di inesistenza dei motivi di esclusione di un operatore economico dalla partecipazione a una procedura di appalto o concessione di cui al suddetto articolo e/o documentazione di certificazione relativa alla rintracciabilità di filiera e rintracciabilità aziendale (ISO 22005) e/o documentazione di certificazione relativa alla sicurezza del lavoro e dei lavoratori (OHSAS 18001) e/o documentazione di certificazione relativa alla Responsabilità Sociale di Impresa (SA8000) e/o la presenza di documentazione relativa al tema GDPR, in particolare privacy policy (r2.8);
- Settore "green" secondo la classificazione dell'Osservatorio VedoGreen (r2.9);
- Presenza di informazioni relative a business model e/o business plan e/o piano industriale e/o valori e/o mission e vision aziendali (r2.10).

Allo scopo, per ogni requisito illustrato, è stato assegnato il valore 1 nel caso in cui sia presente almeno un'informazione o un documento tra quelli elencati, e 0 in caso in cui non sia presente neanche uno di essi.

A partire dai dati ricavati dalla content analysis della Corporate Governance e delle istanze Social & Environmental, per ogni azienda facente parte del campione, si è proceduto a calcolare due medie ponderate le quali poi sono state sommate, ottenendo un parametro (Rating ESG) che va da 1 a 10. Allo scopo, ad ogni requisito r1 e r2 è stato assegnato un peso secondo una valutazione soggettiva. Dall'osservazione complessiva delle 113 aziende campione si è notato che alcuni requisiti sono rispettati più frequentemente di altri; secondo un giudizio soggettivo, si è deciso di assegnare un peso più alto ai requisiti più raramente rilevati. Inoltre, si è assegnato un peso maggiore alle aziende che dispongono appositi documenti ad hoc allo scopo di rendicontare su materie ritenute rilevanti alla luce della letteratura sulla rendicontazione non finanziaria riportata nell'elaborato integrale. Il singolo peso assegnato per ciascun requisito è un valore che va da 0,25 a 1.

I pesi per il rating parziale G sono stati dunque assegnati nel seguente modo:

- 0,25 per il requisito r1.1
- 0,25 per il requisito r1.2
- 0,25 per il requisito r1.3
- 0,25 per il requisito r1.4
- 0,75 per il requisito r1.5
- 0,25 per il requisito r1.6
- 1 per il requisito r1.7
- 0,25 per il requisito r1.8
- 1 per il requisito r1.9
- 0,75 per il requisito r1.10

La somma dei pesi massimi così assegnati per il rating parziale G è pari a 5 (0,25+0,25+0,25+0,25+0,75+0,25+1+0,25+1+0,75).

I pesi per il rating parziale ES sono stati dunque assegnati nel seguente modo:

- 0,5 per il requisito r2.1

- 1 per il requisito r2.2
- 0,25 per il requisito r2.3
- 1 per il requisito r2.4
- 1 per il requisito r2.5
- 0,25 per il requisito r2.6
- 0,25 per il requisito r2.7
- 0,25 per il requisito r2.8
- 0,25 per il requisito r2.9
- 0,25 per il requisito r2.10

La somma dei pesi massimi così assegnati per il rating parziale ES è pari a 5 (0,5+1+0,25+1+1+0,25+0,25+0,25+0,25+0,25).

Calcolate le due medie ponderate (rating parziali G ed ES) si è proceduto a sommare i due valori in modo tale che la somma del massimo dei pesi assegnati (G+ES) sia pari a 10 (0,25+0,25+0,25+0,25+0,75+0,25+1+0,25+1+0,75+0,5+1+0,25+1+1+0,25+0,25+0,25+0,25+0,25).

Con questa metodologia è possibile realizzare un rating da 1 a 10 che rifletta il grado di disclosure relativa all'istanza di Corporate Governance e il grado di disclosure relativa alle istanze Environmental & Social delle 113 aziende campione quotate in AIM Italia.

Si riportano i risultati aggregati dell'analisi sperimentale effettuata e i relativi commenti.

Tabella 4.10: Percentuale di aziende A113, suddivise per fasce di reddito, che rendicontano relativamente a ciascun requisito di Corporate Governance.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	r1.1	r1.2	r1.3	r1.4	r1.5	r1.6	r1.7	r1.8	r1.9	r1.10
Fascia1	33	29%	9%	0%	0%	79%	12%	67%	3%	79%	15%	0%
Fascia2	20	18%	15%	15%	25%	90%	35%	75%	5%	100%	0%	10%
Fascia3	31	27%	6%	26%	6%	84%	26%	81%	0%	97%	0%	16%
Fascia4	29	26%	14%	38%	24%	100%	38%	93%	0%	79%	7%	3%
Totale	113	100%	11%	19%	12%	88%	27%	79%	2%	88%	6%	7%

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

La tabella 4.10 riporta alle colonne r1.1 ÷ 1.10 la percentuale di aziende, raggruppate per fasce di reddito, che pubblicano chiaramente nel proprio sito istituzionale le informazioni relative a ciascuno dei requisiti di Corporate Governance presi in esame. Questa tabella non presenta una proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse: infatti poiché alcune informazioni alle quali si fa riferimento sono di obbligatoria dichiarazione nei documenti previsti dal Regolamento Emittenti AIM, molte aziende ne omettono la facoltativa ripetizione. Dall'analisi dell'ultima riga che si riferisce all'intero campione A113, si notano dei valori molto alti nelle colonne r1.4, r1.6 e r1.8 che fanno riferimento rispettivamente alla pubblicazione nei siti istituzionali dei curriculum vitae dei componenti il Cda e il Collegio Sindacale e lo Statuto aziendale. Tali informazioni sono spesso presenti nelle apposite sezioni dei siti; l'esatta individuazione della governance societaria e delle regole statutarie accresce infatti la fiducia degli stakeholder dando loro dei punti fissi di riferimento, a fronte di un costo contenuto per la divulgazione, al contrario della pubblicazione di appositi documenti relativi alle politiche di risk management e remunerazione e incentivazione di manager, lavoratori dipendenti e collaboratori e della relazione di Corporate Governance a cura del Cda (rispettivamente r1.7, r1.9 e r1.10). Si ritiene che la pubblicazione delle informazioni richieste dagli ultimi tre requisiti citati costituisca maggiori costi di proprietà, come argomentato nel capitolo 2 dell'elaborato integrale.

Tabella 4.11: Percentuale di aziende A113, suddivise per fasce di reddito, che rendicontano relativamente a ciascun requisito Environmental & Social.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	r2.1	r2.2	r2.3	r2.4	r2.5	r2.6	r2.7	r2.8	r2.9	r2.10
Fascia1	33	29%	6%	0%	18%	24%	24%	9%	12%	9%	15%	58%
Fascia2	20	18%	5%	0%	30%	30%	35%	20%	10%	30%	15%	50%
Fascia3	31	27%	16%	3%	29%	45%	35%	35%	6%	26%	16%	71%
Fascia4	29	26%	45%	14%	31%	76%	62%	66%	52%	62%	21%	97%
Totale	113	100%	19%	4%	27%	44%	39%	33%	20%	31%	17%	70%

Fonte: Elaborazione personale dall'esaminazione dei 113 siti istituzionali.

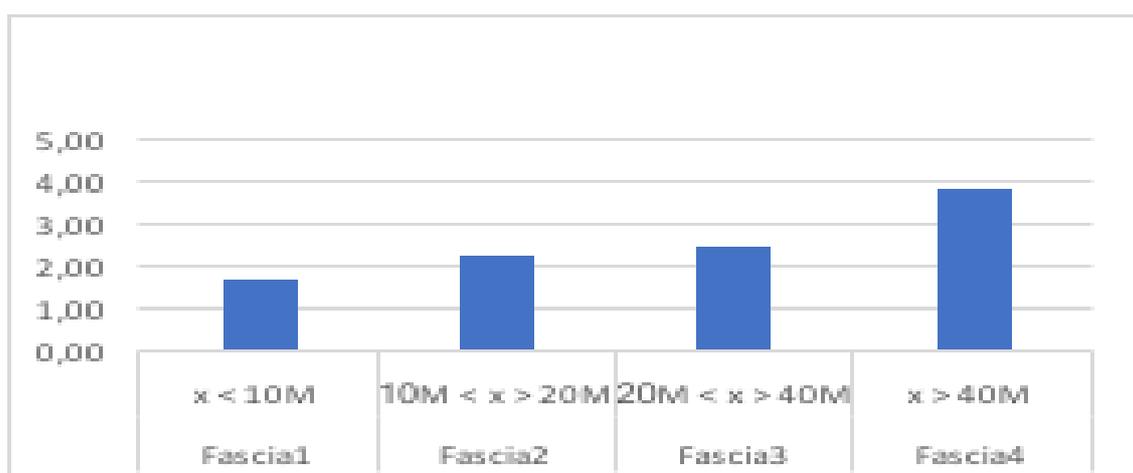
La tabella 4.11 riporta alle colonne r2.1 ÷ 2.10 la percentuale di aziende, raggruppate per fasce di reddito, che pubblicano chiaramente nel proprio sito istituzionale le informazioni relative a ciascuno dei requisiti “Environmental & Social” presi in esame. A differenza della tabella 4.10, balza agli occhi un’inequivocabile proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse, salvo poche eccezioni tra cui spicca il dato alla colonna r2.7 (certificazioni ambientali) relativo alla Fascia3, dovuto al casuale raggruppamento di aziende che, in virtù del tipo di attività svolta, incidono scarsamente sull’ambiente circostante.

Tabella 4.12: Media del Rating ESG calcolata per fasce di reddito.

	N. Aziende	% di rappresentatività del campione A113	Media Rating ESG
Fascia1	33	29%	1,67
Fascia2	20	18%	2,25
Fascia3	31	27%	2,44
Fascia4	29	26%	3,81
Totale	113	100%	2,54

Fonte: Elaborazione personale dall’esaminazione dei 113 siti istituzionali.

Figura 4.4: Media del Rating ESG calcolata per fasce di reddito, dove x = fatturato 2018 Yahoo Finance, M = milioni.



Fonte: Elaborazione personale dall’esaminazione dei 113 siti istituzionali.

La tabella 4.12 riporta all'ultima colonna la media del Rating ESG, dato dalla somma dei due parziali G ed ES, sempre con riferimento alle quattro fasce di fatturazione. Vale lo stesso discorso di cui alla precedente tabella per quanto concerne la proporzionalità diretta crescente tra il grado di disclosure delle aziende e la scala delle fasce di fatturato di appartenenza delle stesse, in quanto l'andamento fortemente crescente dei dati relativi ai requisiti r2.1 ÷ 2.10 sovrasta l'apparente uniformità di quelli dei requisiti r1.1 ÷ 1.10.

A fronte di una quasi completa omogeneità tra le medie delle fasce 2 e 3, si riscontra una marginalità elevata tra le medie di fascia 1 e fascia 4 (la seconda risulta quasi il doppio della prima), seppure tutti i valori siano ampiamente al di sotto del massimo potenziale che equivale al valore di 10.

Riprendendo l'ultima osservazione e considerando che è stato fissato nel numero 10 il valore massimo del Rating ESG, si può dire che soltanto tre aziende raggiungono la "sufficienza" con un voto massimo di 7. Un'unica azienda raggiunge il 5, diciotto aziende arrivano al punteggio di 4 e altre diciotto a quello di 3: tutte le altre si posizionano tra lo 0 e il 2. Per quanto possa valere si osserva anche che il 44% delle aziende supera il valore medio (2,25) e il rimanente 56% ne risulta al di sotto.

Si osserva, comunque, che i valori ottenuti devono essere valutati in senso relativo in quanto il massimo, stabilito nel voto 10 potrebbe essere raggiunto da una grande azienda con visibilità internazionale e sottoposta alle norme del D. Lgs 254/16; ciò porta a considerare il valore 7, per le aziende in esame, come un ottimo punteggio, mentre altrettanto non può dirsi della media che si ritiene non proprio soddisfacente. Di fatto, considerando il voto di 7 alla stregua del massimo, la sufficienza dovrebbe essere raggiunta con un punteggio di 3,5, discretamente più alto del valore medio calcolatesi in 2,25.

Traendo le conclusioni, dall'elaborato emerge con chiarezza che la rendicontazione non finanziaria risulta essere un valido ed essenziale strumento in mano alle organizzazioni per dimostrare la propria trasparenza; in particolare, innegabili sono i vantaggi che le aziende possono trarre in termini di riduzione del costo del capitale e di aumento della liquidità dei titoli azionari.

Un importante ruolo nel collegamento tra PMI italiane, che operano la rendicontazione non finanziaria, e investitori, che si avvicinano ad esse, è rappresentato dai Piani Individuali di Risparmio (PIR). Introdotti dalla Legge di Bilancio 2017, si prefiggono lo scopo di favorire lo sviluppo del tessuto imprenditoriale italiano, come dettagliatamente evidenziato nel capitolo 3 dell'elaborato integrale, ed hanno anche la funzione di incentivare le aziende alla comunicazione che funge da tramite tra esse e gli investitori. Come emerge dall'analisi effettuata, l'invito non è ancora sufficientemente accolto dalla generalità delle piccole e medie imprese, ad eccezion fatta le aziende che dispongono di maggiori risorse economiche e che vantano un discreto periodo di quotazione nel mercato del capitale. A tutt'oggi l'unico bilancio integrato secondo l'International <IR> Framework, nell'area analizzata, è quello di Monnalisa, redatto dal 2018: si auspica che ben presto tale comportamento sia imitato da un cospicuo numero di aziende. Inoltre, come si evince dal campione esaminato, un discreto numero di esse (17%) appartiene ad un settore "green", secondo la classificazione riportata nel capitolo 4 dell'elaborato integrale: si nota che, sebbene buona parte di queste aziende faccia già propri i principi di sostenibilità nelle sue tre declinazioni economica, sociale ed ambientale, la comunicazione sia il vero gap da colmare, al fine della crescita delle stesse, con l'auspicio dell'entrata nel mercato borsistico principale MTA (così come avvenuto per le citate Alkemy e Orsero) e pertanto al fine della crescita dell'economia italiana.

Non bisogna perdere di vista, tuttavia, che il fine "nobile" della rendicontazione non finanziaria si identifica nella sensibilizzazione di tutti gli stakeholder e nell'invito all'azienda stessa a ricercare una soluzione, non più procrastinabile, ai

problemi che affliggono il contesto generale, o, quantomeno, a ridurre gli effetti negativi. Tutti devono prendere a cuore la salvaguardia del sistema ambientale e sociale, ivi comprese le aziende che possono fare la loro parte: allo scopo il presente elaborato suggerisce l'utilizzo degli strumenti di responsabilità già disponibili, ma suscettibili di un necessario sviluppo e di una più capillare divulgazione. E' auspicabile che le linee della trasparente rendicontazione non finanziaria, che già costituiscono un vantaggio strategico per l'azienda, si trasformino anche nelle piccole e medie realtà, dapprima in obblighi morali per trasformarsi, a breve, in requisiti inderogabili al fine di operare nel mercato e nella società, intesa come contesto economico, sociale ed ambientale.

Si spera che la presente tesi possa rappresentare un modesto ed originale contributo costituendo uno strumento che, con opportune modifiche e integrazioni, possa servire alla misurazione del grado di disclosure non finanziaria delle piccole e medie imprese nell'ambito della diffusione della sua cultura.