

ASSOCIAZIONE ITALIANA DI VALUTAZIONE (AIV)

XXII CONGRESSO NAZIONALE “LA CULTURA DELLA VALUTAZIONE: DIFFUSIONE E TRAIETTORIE DI SVILUPPO”

Paper

IL RATING DI SOSTENIBILITA’ QUALE TRAIETTORIA DI SVILUPPO DELLA VALUTAZIONE

di Renato Chahinian*

Università IUAV di Venezia

Venezia, 1/3 aprile 2019

*Consulente – ricercatore indipendente in economia e finanza dello sviluppo sostenibile
e-mail: renato.chahinian@gmail.com

1 – La diffusione della cultura valutativa e le nuove esigenze di valutazione d'impatto

Il XXII Congresso Nazionale dell'Associazione Italiana di Valutazione (AIV) ha posto l'accento sulla diffusione della cultura di valutazione e sulle sue traiettorie di sviluppo. Infatti, attualmente si assiste ad un'effettiva diffusione della valutazione nell'ambito ormai generalizzato di tutti gli operatori socio-economici-ambientali (e non soltanto di quelli politici o dell'apparato pubblico), che desiderano valutare, giustificare o controllare gli effetti delle loro azioni, programmi, politiche. Ma la diffusione di tale attività non sempre ha dato luogo ad una corrispondente cultura valutativa in grado di apprendere, da quanto operato, le indicazioni idonee per un miglioramento futuro. In questo modo, è certamente cresciuta la domanda di valutazione, ma senza un'adeguata cultura e quindi senza la possibilità di soddisfare le reali esigenze conoscitive che l'operatore ed il sistema avrebbero per il conseguimento dei propri fini soprattutto di lungo termine. In tale situazione, si tratta quindi di individuare e diffondere traiettorie di sviluppo di concetti, temi e metodi in grado di ampliare la cultura valutativa, proprio nel periodo in cui si percepisce maggiormente questo bisogno, anche perchè la confusione e le distorsioni interpretative su questi temi sono molto presenti e rischiano di diffondere una "non cultura" in materia, assai difficile, poi, da sradicare e riorientare.

Tra i diversi campi di indagine, si può notare l'affermazione rilevante della *valutazione d'impatto*, per la quale non soltanto si sono ampliati i confini d'indagine delle singole politiche pubbliche e della stessa *performance* della P.A., ma pure è sorta l'esigenza di esaminare gli effetti esterni dell'attività del terzo settore (che, istituzionalmente, è chiamato a soddisfare interessi di terzi) e addirittura quelli generati dall'operato delle stesse imprese, le quali, pur mantenendo giuridicamente e concretamente un interesse economico individuale, riconosciuto da secoli nel conseguimento del profitto, inevitabilmente producono cambiamenti nel contesto economico, sociale ed ambientale in cui agiscono. L'importanza di giudicare la validità e la rilevanza di questi impatti nei sistemi di riferimento è ora riconosciuta essenziale e costituisce quindi una delle traiettorie di sviluppo della cultura valutativa, utile per tutti gli operatori al fine di valutare gli effetti conseguenti alle proprie azioni sui diretti interessati e sulla collettività di riferimento. In questa sede, si focalizzerà l'esame proprio sul settore delle imprese, in quanto su queste è più forte la dicotomia dei due obiettivi storicamente confliggenti (interesse economico interno ed interessi diversificati esterni), che ora si vanno progressivamente avvicinando, in quanto si sta affermando sempre più diffusamente il principio che, senza rinunciare allo scopo del profitto, è possibile conseguire risultati positivi anche sotto l'aspetto sociale ed ambientale. Pertanto l'investitore, sia con capitale di credito che con capitale di rischio, richiede comunque una remunerazione per il suo investimento, ma è disposto ad accontentarsi di un reddito inferiore, purchè lo stesso investimento sia destinato, in tutto od in parte, ad iniziative di carattere sociale e/o ambientale (oppure anche a fini strettamente economici, ma con effetti derivati positivi anche per gli altri due obiettivi¹). Anzi, alcuni recenti studi sull'argomento hanno dimostrato che le attività con detti contenuti:

- sono meno soggette alla volatilità dei mercati finanziari (e quindi comportano un rischio inferiore, sia per gli azionisti che per gli obbligazionisti);
- spesso consentono il conseguimento di un reddito superiore a quello di attività con obiettivi solo ed esclusivamente economici, in quanto godono di vantaggi reputazionali da

¹ Basti pensare, a titolo di esempio, ad una casa automobilistica che lanci sul mercato un nuovo modello di vettura ad emissioni nulle o molto basse di gas serra.

parte degli *stakeholder* e della collettività in genere e talvolta pure di benefici pubblici diretti od indiretti;

- sono considerate necessarie per lo sviluppo sostenibile e quindi vengono favorite dalle autorità internazionali competenti, in quanto ormai vi è la consapevolezza che con i fondi pubblici soltanto non si arriverà mai a conseguire gli obiettivi indispensabili alla salvezza del nostro pianeta².

Per questi principali motivi a livello mondiale (e più recentemente anche nel nostro Paese) si va diffondendo sempre più la cosiddetta *finanza sostenibile*, la quale prevede il finanziamento di investimenti che abbiano almeno un altro obiettivo apprezzabile affiancato a quello economico. Ovviamente, la presenza aggiuntiva di un simile elemento richiede per l'investitore una nuova valutazione, non più limitata agli aspetti economici dell'iniziativa proposta, ma estesa pure alla validità ed all'efficacia degli altri obiettivi. Allora lo stesso investitore (sia individuale che istituzionale) deve formulare, più o meno approfonditamente, in tre momenti dell'operazione di impiego dei propri fondi (*ex ante*, *in itinere* ed *ex post*), un giudizio integrato per accertare il merito delle proprie scelte. Considerata proprio detta integrazione, che così avviene in relazione a più obiettivi, la valutazione si fa molto complessa e necessitano nuove traiettorie di sviluppo della cultura valutativa, tenuto conto che sinora si sono valutati prevalentemente effetti omogenei delle azioni indagate (solo economici, o sociali, o ambientali)³. Basti pensare che l'impianto dell'*Agenda 2030* è costituito da 17 obiettivi e 169 indicatori, i quali, pur essendo diversi, si rivelano anche intrinsecamente molto correlati e, in alcuni aspetti, pure contrapposti. Non si tratta, pertanto, di misurare uno o pochi indicatori, ma di valutare cambiamenti significativi generali anche rispetto ad obiettivi non esplicitamente previsti nel programma di investimento.

Per avere soltanto un semplice ordine di grandezza dei capitali potenzialmente interessati a simili valutazioni, si può segnalare che l'*impact investing* ha già raggiunto in Europa il livello di 108 miliardi di euro, ma la cifra di tutta la finanza sostenibile (compresi cioè gli investimenti rivolti alla sostenibilità, ma solo con linee di indirizzo) ha superato i 4.000 miliardi.

2 – Il rating economico-finanziario ed il rating di sostenibilità

Come per la valutazione economico-finanziaria di un investimento si fa riferimento ad un *rating* determinato con particolari criteri, così per una valutazione di finanza sostenibile bisogna riferirsi ad un altro rating, che inglobi i risultati del primo e che li integri con i risultati derivanti da altri obiettivi non economici dell'investimento medesimo. Ma, prima di entrare in questa complessa operazione, è opportuno citare qualche essenziale caratteristica del rating finanziario, in modo da procedere poi più agevolmente con il secondo tipo di rating.

Il rating finanziario generalmente utilizzato è noto come *credit rating* e consiste in un sistema di valutazione che sfocia in un giudizio (indipendente ed oggettivo) "sulla capacità finanziaria di un emittente di far fronte ai propri impegni" (Frondizi, Mauceri, 2018), cioè sulla sua capacità di ottenere credito, rimborsandolo e pagando gli interessi alle scadenze previste. La valutazione

² In relazione a ciò, si sono coinvolti molti attori importanti della finanza istituzionale (banche, assicurazioni, società pubbliche, fondi comuni d'investimento, fondi pensione e gestioni patrimoniali), i quali hanno previsto nei propri portafogli (volontariamente o, a volte, obbligatoriamente) il finanziamento di una certa quota di investimenti sostenibili.

³ In realtà da sempre la valutazione dello sviluppo sostenibile deve prevedere un giudizio integrato economico, sociale ed ambientale, ma nella pratica si è per lo più ricorso ad uno dei tre giudizi (od, al massimo, a tre giudizi separati), proprio per esigenze di semplificazione.

viene compiuta attraverso un sistema statistico-matematico che stima la probabilità di insolvenza (*default*) dell'emittente medesimo.

A parte le diverse critiche ai principali modelli usati, i cui risultati spesso vengono pure considerati senza alcuna valutazione razionale⁴, il rating deve pure contemplare la possibilità di *override*, cioè di modificare il giudizio derivante da mere misurazioni, sulla base di altre argomentazioni suggerite da una valutazione qualitativa più allargata e questo deve costituire un punto essenziale per lo stesso rating finanziario.

Ma le valutazioni, per un investitore, non si riferiscono soltanto al *rischio di credito*, cioè all'eventualità di dover perdere in tutto od in parte il capitale impiegato e/o gli interessi previsti, bensì anche al *rischio di rendimento*, ossia alla possibilità che nel mercato compaiano altri investimenti con rendimenti maggiori (con interessi maggiori, nel caso di titoli di credito, oppure con utili maggiori, nel caso di azioni). Quindi, per un risparmiatore, la valutazione deve estendersi pure alla *performance* dell'emittente in relazione all'andamento previsionale dei mercati.

Anche una valutazione così allargata può essere ricompresa nel concetto di rating, nel senso di emissione di un giudizio che comprenda non solo la capacità di credito, ma pure la capacità di generare utili adeguati⁵.

A questo punto, se l'investitore tradizionale ha ultimato la sua analisi per arrivare ad una scelta conveniente (che, come accennato, non è esente da errori quantitativi, logici e metodologici), l'investitore sostenibile necessita di formulare giudizi anche sulle caratteristiche non finanziarie dell'investimento proposto ed, in particolare, sugli aspetti del capitale umano, sociale ed ambientale della società in cui intende investire. Il rating economico-finanziario si deve così integrare con una valutazione degli altri aspetti, per conseguire un rating di sostenibilità (giudizio complessivo)⁶.

Gli obiettivi non finanziari vengono dichiarati in varie occasioni dell'attività di impresa e possono pure essere inseriti nell'atto costitutivo e nello statuto societario, nonché in sede di *dichiarazione non finanziaria* (obbligatoria o facoltativa⁷), che appunto dovrebbe contenere il *reporting* sul grado di raggiungimento dei predetti obiettivi. Dalla valutazione dei risultati espressi in tale rendiconto, si può creare così un rating di capacità dell'impresa di raggiungere ciascuno degli obiettivi previsti e quindi la possibilità di migliorare o meno in futuro il proprio livello di attuazione rispetto a dei *benchmark* ottimali e successivamente pure l'opportunità di una valutazione ponderata della complessiva attività aziendale.

Come il rating finanziario coincide con una o più lettere che esprimono sinteticamente il giudizio in merito al grado di affidabilità economica dell'azienda in cui si investe, così il rating di sostenibilità usa analogamente un sistema di lettere, simboli e/o numeri per esprimere complessivamente una valutazione del grado di attuazione degli obiettivi non finanziari e pure con possibilità di integrazione con il giudizio finanziario⁸.

⁴ E' appena il caso di citare le gravissime ripercussioni dei cosiddetti *NPL* (*non performing loans*) sui bilanci delle banche, derivanti proprio dall'utilizzo pedissequo di tali modelli, che non erano in grado di prevedere l'evoluzione negativa nel periodo della crisi (2009 – 2015) sulla situazione economico-finanziaria delle imprese debentrici (né di valutare le capacità di sviluppo di quelle che, al contrario, presentavano programmi innovativi e di miglioramento).

⁵ Anche questo secondo tipo di valutazioni è soggetto a calcoli matematici (dati dall'attualizzazione dei risultati previsti per l'azienda mediante il tasso medio previsto di mercato), ma pure qui occorre una valutazione quali-quantitativa delle previsioni molto complessa.

⁶ Si deve pure notare che anche l'aspetto economico non è completamente valutato con il rating finanziario, in quanto la valutazione di sostenibilità prevede un orizzonte economico di lungo termine con l'individuazione di costi e benefici a lunga scadenza, percepibili soltanto da un capitale umano competente e lungimirante.

⁷ Per le grandi società e per quelle quotate in Borsa la dichiarazione non finanziaria è obbligatoria.

⁸ I due rating sono separati nella pratica, ma devono essere valutati congiuntamente ai fini della scelta definitiva dell'investimento.

A seconda degli obiettivi dichiarati, ma più opportunamente in relazione alla complessiva attività dell'impresa, si individuano gli *stakeholder* e gli indicatori che meglio rappresentano il grado di soddisfazione di ciascuna categoria. Dopo una motivata selezione, si passa alle relative misurazioni e quindi alla formulazione di giudizi che devono pure tener conto dell'esclusione dall'attività di pratiche negative per la sostenibilità e, al contrario, dell'inclusione effettiva di pratiche positive. In questo secondo caso, non basta affermare la validità della scelta, ma occorre valutarne l'efficacia facendo riferimento, come accennato, ad indicatori di *benchmark*.

Senza entrare troppo dettagliatamente nel laborioso processo di formulazione del rating, è appena il caso di citare le principali categorie di stakeholder: personale, clienti, fornitori, comunità, soci e finanziatori, Pubblica Amministrazione, ambiente/generazioni future.

Per ciascuna di tali categorie si possono individuare obiettivi positivi o negativi di sostenibilità e relativi indicatori. Ad esempio, per il personale aziendale: remunerazioni, organizzazione del lavoro, formazione, sanità e sicurezza sul lavoro, pari opportunità, ecc.. A seconda dei risultati dei diversi indicatori, si possono individuare obiettivi di miglioramento e pure pratiche di inclusione ed esclusione di particolari attività o comportamenti.

Poiché l'investitore sceglie la società in cui investire sulla base delle proprie convinzioni prevalentemente soggettive⁹, è importante che il giudizio dimostri quanto più oggettivamente possibile l'importanza e la rilevanza o meno dei risultati raggiunti, soprattutto in termini di effetti d'impatto generali sulla comunità nel suo insieme¹⁰. Infatti, come per il rating finanziario, sono società indipendenti e molto qualificate e specializzate che emettono il rating di sostenibilità¹¹. Ciò non toglie che possano esistere casi di collusioni e comunque si ritengono possibili margini di miglioramento nei processi di valutazione, come si accennerà in seguito.

Infatti, i problemi di valutazione sono notevoli, soprattutto in quanto le variabili sono numerosissime, le metodologie adottate sono scarsamente confrontabili e le agenzie le impiegano in modo diverso in relazione alla tipologia delle imprese da valutare. In generale, si preferiscono gli obiettivi *multistakeholder*, ma non è detto che questi possano essere sempre i più efficaci ed inoltre i 17 obiettivi ESG (*environmental, social, governance*) fissati dall'ONU ed i numerosi indicatori che da questi derivano sono molto generici, non adeguatamente collegati a sistema e mancano di criteri di priorità, per cui siamo ancora ben lontani dal poter dire quali siano le iniziative che si potranno avvicinare di più all'obiettivo generale e complesso della sostenibilità.

3 – Riferimenti normativi

Da quanto sin qui descritto appare evidente che il rating di sostenibilità è utile per tutte le imprese che dichiarano il perseguimento di obiettivi anche non economici, ma, più in generale, tutte le imprese dovrebbero munirsi di una, seppur minima, valutazione di sostenibilità per dimostrare al mercato ed all'opinione pubblica che la propria attività non contribuirà alla rovina del mondo, date

⁹ Le principali strategie di sostenibilità, oltre all'*impact investing* (massimizzazione dell'impatto positivo) e alle esclusioni di attività con effetti negativi, sono date da: selezione delle *best in class* (migliori emittenti di un certo tipo), selezione degli obiettivi delle organizzazioni internazionali, *engagement* (influenza sulla politica delle imprese emittenti), investimenti tematici (clima, efficienza energetica, ecc.).

¹⁰ I committenti di questi rating possono essere le società emittenti i titoli oggetto dell'investimento (se di dimensione consistente) oppure gli stessi investitori istituzionali. In questa seconda ipotesi a volte i risultati non sono resi pubblici.

¹¹ Sebbene esistano agenzie specifiche per il rating di sostenibilità, le maggiori agenzie di rating finanziario, per raccomandazione europea, possono integrare i propri giudizi economici con elementi sociali ed ambientali. E' pure da tenere presente che per le PMI sono le banche stesse ad emettere i rating sui propri clienti (in questi casi esclusivamente di natura finanziaria).

le forti tensioni attuali in tutto il pianeta e considerata la diffusa opinione che gli interessi economici sono i maggiori responsabili di tali tensioni.

Limitando l'analisi ai riferimenti normativi che prescrivono qualche comportamento non strettamente economico, innanzi tutto è da osservare che l'*impresa sociale*, come è attualmente regolamentata (D. Lgs. n. 112/2017), pur essendo idonea ad una valutazione di tipo sociale in rapporto al suo fine, non ha scopo di lucro per legge e quindi non si pone il dilemma tra redditività e obiettivi non economici, anche se la forma giuridica può essere quella di impresa e di società lucrativa.

Rientra invece nella problematica in argomento la cosiddetta *società benefit*, che è stata introdotta nel nostro ordinamento con la legge 28 dicembre 2015 (legge di stabilità 2016), n. 208, art.1, commi 376-384. Si tratta di una società con fine di lucro, come giuridicamente previsto dall'art. 2247 del codice civile; ma a questo obiettivo affianca uno o più scopi sociali o di pubblica utilità, in modo da creare un impatto positivo sulla società e/o sull'ambiente e quindi di soddisfare le attese degli stakeholder, oltre a quelle degli azionisti. La dichiarata responsabilità sociale di tali imprese le rende soggette obbligatoriamente ad una valutazione d'impatto espressamente prevista dalla legge nelle seguenti aree: governo d'impresa, rapporti con i lavoratori, altri portatori di interesse, ambiente. Nella norma sono indicati pure i principali standard di valutazione esterni. In questo modo, il rendiconto annuale dell'attività sociale, oltre a contenere le valutazioni economico-finanziarie tradizionali, deve presentare un rating di sostenibilità per gli scopi non finanziari.

L'altra più vasta categoria di imprese tenute obbligatoriamente a questo tipo di valutazioni è rappresentata dalle società quotate in Borsa e da altri enti definiti "di interesse pubblico", aventi più di 500 dipendenti ed un capitale investito di oltre 20 milioni di euro, oppure ricavi superiori ai 40 milioni. Per detti soggetti giuridici, in base al decreto legislativo n. 254 del 2016, in attuazione della direttiva europea n. 2014/95/UE, è sorto l'obbligo, a partire dall'esercizio 2017, di presentare annualmente una *Dichiarazione non finanziaria*, anche in assenza di alcuna dichiarazione di voler perseguire altri obiettivi all'infuori di quelli di lucro.

Tale rendiconto deve contenere informazioni sui seguenti temi (se interessati dall'attività aziendale): ambiente, società, rapporti con i dipendenti, rispetto dei diritti umani, lotta alla corruzione attiva e passiva. Si tratta quindi di un obbligo per tutte le grandi imprese e per alcune di medie dimensioni e, sebbene le norme di legge siano abbastanza generiche nel prevedere le modalità di presentazione della dichiarazione stessa, sono stati aggiunti vari requisiti integrativi da parte delle autorità di vigilanza, per cui le informazioni richieste devono essere sottoposte ad un'attestazione di conformità da parte di una società di revisione indipendente, che deve attenersi a degli standard di rendicontazione che includono pure elementi valutativi (non soltanto descrittivi delle azioni compiute).

Più recentemente è entrata in vigore una legge-quadro (n.252 del 2005), la quale, sempre in attuazione di una direttiva europea, ha imposto ai fondi di previdenza integrativa di gestire sistematicamente il grado di rischio del proprio portafoglio di investimenti comprendendo anche quello derivante da una carente gestione dei fattori ESG già richiamati. In altri termini, nel calcolo del rischio di investimento del fondo, si devono valutare anche gli effetti positivi o negativi di carattere sociale ed ambientale degli enti partecipati.

Infine, la Commissione ed il Parlamento europeo si stanno ulteriormente adoperando per la crescita della finanza sostenibile e recentemente è stato adottato un nuovo Piano d'azione per tale obiettivo. Nell'ambito del piano medesimo è previsto di integrare il requisito della sostenibilità nella gestione dei rischi aziendali. In particolare, si è programmato di:

- esaminare l'opportunità di imporre alle società di rating di integrare i fattori di sostenibilità nelle loro valutazioni;

- valutare le prassi in essere ed includere le informazioni necessarie in materia di sostenibilità sociale ed ambientale;
- effettuare un ampio studio sui rating di sostenibilità e sullo stato della ricerca in materia;
- chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di *asset* in merito alla sostenibilità;
- valutare la possibilità di includere i fattori ambientali più rilevanti nella gestione dei rischi di banche e di assicurazioni;
- proporre, alle autorità vigilanti sulle assicurazioni e sui fondi pensione, di adottare norme prudenziali patrimoniali in carenza di investimenti sostenibili.

Sono tutte misure programmate che non soltanto tendono ad ampliare le valutazioni dal campo economico a quello più generale della sostenibilità, ma anche si prefiggono di chiarire meglio i processi e le metodologie di formulazione dei rating di sostenibilità, separatamente o ad integrazione dei rating finanziari.

4 – Gli elementi valutativi richiesti e le esperienze attuali

Tutto questo fervore normativo è per lo più orientato a promuovere la sostenibilità nell’ambito delle attività economiche, data la già citata consapevolezza che sensibili risultati sociali ed ambientali non si riescono a conseguire soltanto con l’apporto di capitale pubblico. Ma, al di là di imposizioni, raccomandazioni ed auspici, non si è arrivati ad alcuna regolamentazione dei criteri e delle metodologie di analisi per fare in modo che l’intervento degli operatori economici in campo sociale ed ambientale sia efficiente ed efficace e che gli stessi investitori siano in grado di riconoscere (e quindi finanziare) le iniziative più meritevoli.

Seppur con qualche riferimento alle aree aziendali di intervento ed ai livelli di attuazione dei principali obiettivi raccomandati dalle più autorevoli organizzazioni internazionali, non si suggerisce alcun criterio di valutazione e pertanto ogni soggetto tenuto ad attuare le norme (oltre a quelli che si vogliono adeguare spontaneamente) agisce autonomamente facendo riferimento a prassi e modelli attualmente presenti sul mercato, molto diversificati tra loro e con scopi ed intendimenti assai vari. Basti pensare che spesso:

- l’emittente i titoli intende soltanto dichiarare o propagandare la propria propensione alla sostenibilità, mentre il suo *business* è orientato in direzione anche contraria;
- gli investitori desiderano evidenziare i loro orientamenti virtuosi, ma non sono disposti a sacrificare rendimenti economici soddisfacenti;
- le società di rating, seppure indipendenti, per ragioni di mercato possono abbassare i livelli scientifici di valutazione e comunque possono mettere in evidenza aspetti diversi a seconda delle circostanze.

Tutti questi fenomeni, chiamati genericamente di *green washing*, compromettono anche le aspettative di chi intende perseguire con convinzione i propri obiettivi di sostenibilità e si deve pure osservare che anche in questa prospettiva virtuosa esistono criteri e modelli molto diversi, che danno luogo a risultati differenti e comunque non confrontabili tra loro.

I principali modelli di riferimento, da cui le prassi internazionali hanno attinto maggiormente, sono quelli già indicati in un precedente studio sul bilancio integrato (Chahinian, 2018) ed a cui si rinvia per una sintetica descrizione:

- report di sostenibilità del *Global Reporting Initiative (GRI)*;
- *reporting framework* presentato dalla *World Intellectual Capital Initiative (WICI)*;
- *reporting framework* presentato dall’*International Integrated Reporting Council (IIRC)*;

- bilancio sociale (standard e documenti di ricerca) del Gruppo di studio per il Bilancio Sociale (GBS);
- principi e standard globali di *impact investment* dell'OCSE (OECD, 2019).

Pur trattandosi di schemi di rendiconto o di bilancio, che mettono in evidenza i principali elementi aziendali da considerare nelle analisi di sostenibilità, vi si trovano molti riferimenti per la scelta dei più appropriati indicatori e per la valutazione degli stessi secondo principi razionali e condivisi. Comunque essi fungono da base di partenza per valutazioni più specifiche ed approfondite anche in relazione a casi concreti.

Come nel precedente lavoro sul bilancio integrato, si ritiene che la preferenza di un valutatore nazionale possa essere accordata al GBS, per il suo diretto riferimento al bilancio di esercizio delle imprese italiane e per partire da un completo sistema di dati contabili, onde rilevare anche operazioni con finalità non economiche (e comunque anche per misurare monetariamente effetti sociali ed ambientali di attività economiche). Inoltre, nelle rilevazioni contabili sono presenti anche quantità non monetarie (stimate monetariamente) e la descrizione qualitativa di molte operazioni monetarie. Pertanto sono esclusi (e quindi da analizzare a parte) soltanto gli aspetti qualitativi e quantitativi dell'attività aziendale che non sono monetizzabili. Tutto ciò porta ad una completezza degli elementi da valutare e ad una loro migliore integrazione nel processo di valutazione.

Per arrivare al rating, però, le indicazioni si fanno sempre più sfumate ed anche gli altri modelli, pur essendo più ampi e sofisticati, non indicano criteri univoci per la scelta degli indicatori, per la loro stima, per i confronti di *benchmark* e per l'integrazione delle valutazioni. In generale, si va dall'adesione ai diversi principi internazionali fissati dalle varie autorità competenti (ciascuno dei quali comporta valutazioni differenti), a linee-guida comuni ed a veri e propri standard internazionali di rating, tra cui il più importante è il *Global Initiative for Sustainability Ratings (GISR)*, che comunque lascia ampi margini di discrezionalità nelle sue applicazioni materiali.

Per questo le attuali agenzie di rating di sostenibilità si creano, a seconda degli interventi del proprio contesto di azione, un modello di rating specifico che faccia riferimento più o meno strettamente ai principi generali delle diverse pratiche internazionali. Dato che l'espansione della finanza sostenibile è stata molto forte in quest'ultimo periodo, anche la nascita di nuove agenzie è cresciuta notevolmente e quindi si sono moltiplicati i modelli di valutazione, i quali, pur recependo diffusamente i principi generali che si sono andati affermando, hanno adottato rating concretamente assai difforni per contenuto, scale di valutazione e quindi per merito del giudizio definitivo.

Esistono comunque vari *indici etici o di sostenibilità*, che mettono in evidenza sinteticamente diversi aspetti dei multiformi obiettivi delle maggiori imprese sostenibili ed i valori registrati dalle medesime, che fungono da riferimento per altre iniziative simili, ma sempre sulla base di esperienze pratiche.

Recentemente (nel 2016) è stato pure formulato un *integrated governance index (IGI)*, di cui si sono effettuate alcune sperimentazioni anche per le società quotate italiane e che dovrebbe portare ad "una valutazione quantitativa del grado di integrazione degli ESG nel sistema di governo di un'azienda" (Perrini, 2018). E' forse questo il tentativo più avanzato di valutazione sostenibile, che comunque è in via di estensione e di perfezionamento.

5 – Possibili evoluzioni del rating di sostenibilità

A questo punto, se le traiettorie di sviluppo della cultura valutativa devono portare anche ad occuparsi di un'esigenza tuttora in rapida diffusione da parte della finanza sostenibile, di cui si notano le difficoltà di valutazione, è opportuno tentare di osservare ove la ricerca valutativa può indirizzarsi per prospettare soddisfacenti soluzioni. In altri termini, di fronte ad una domanda di valutazione che proviene dal mercato (domanda ed offerta di investimenti, non più fondati soltanto sulla convenienza finanziaria, ma pure su obiettivi sociali ed ambientali), occorrono criteri di scelta sufficientemente chiari ed univoci per orientare in maniera positiva il comportamento di entrambe le controparti (investitori ed enti emittenti). Data la difficoltà del problema ed in considerazione del recente avvio di tale tendenza¹², paiono solo parzialmente soddisfacenti le soluzioni trovate ed effettivamente adottate e quindi sorge l'esigenza di una nuova traiettoria di sviluppo della ricerca valutativa in questo settore, soprattutto negli aspetti che qui si indicano, riscontrati come carenze in questa breve analisi.

Innanzitutto, è importante che il beneficiario dell'investimento illustri la sua attività complessiva e come tutti i tre fattori (economico, sociale ed ambientale) vengano interessati da tale attività e pertanto si impone l'esigenza di una valutazione globale dell'impatto, non legata soltanto ai singoli obiettivi dichiarati, ed integrata con competenze valutative differenziate.

In secondo luogo, è opportuno un approfondimento, collegamento ed integrazione sistematica dei numerosi principi ed obiettivi generali individuati dai più autorevoli organismi internazionali e riconosciuti universalmente (ONU, OCSE, ILO, UE, norme ISO, ecc.). Ciascuno ha la sua individualità e validità, ma non esistono criteri unificatori, dando luogo ad una generale confusione, per cui si possono verificare diffuse duplicazioni e carenze essenziali. Un esame integrato dei contenuti potrebbe costituire una guida indispensabile per selezionare meglio gli obiettivi più idonei da parte degli organi aziendali deliberanti.

Dopo gli obiettivi medesimi, la scelta degli indicatori e del loro livello è ancora più ardua, in quanto le stesse organizzazioni, nonché vari altri autori ed enti di studio e di ricerca, hanno proposto numerosissimi indicatori per molti obiettivi, pure con differenti *target* progressivi. Inoltre, sono state create parecchie rilevazioni statistiche per monitorare l'andamento delle principali variabili (tra cui quelle dell'ISTAT e dell'EUROSTAT). Anche qui, indipendentemente dall'esame dei risultati raggiunti e raggiungibili in futuro, è importante far chiarezza sul significato e sull'efficacia informativa degli indicatori più comuni, per una loro selezione più consapevole.

Venendo poi all'attività più direttamente valutativa, si devono fissare preventivamente i principi ed i criteri generali del processo valutativo, tenendo presente il contesto ed i numerosi impatti parziali su cui l'azione programmata va ad interferire. Ciò è essenziale soprattutto con riferimento all'indicazione di alcuni parametri di *benchmarking*, secondo l'individuazione dei quali una qualsiasi iniziativa può apparire ottima, modesta od insufficiente in relazione appunto agli esempi di riferimento prescelti.

A consuntivo, la valutazione dei risultati sarà coerente e corretta soltanto se avremo scelto pochi indicatori significativi ed indipendenti, mentre la prassi spesso si indirizza su molti indicatori con fitte relazioni tra loro, per cui: è impossibile scoprire effetti autonomi; gli stessi effetti possono essere amplificati in senso positivo o negativo; si trascurano altri aspetti importanti, ma meno appariscenti.

¹² In realtà almeno dagli anni Ottanta si parla di finanza etica, ma si può dire che il fenomeno si è diffuso soltanto negli ultimi anni.

Alla fine, sono decisive le ultime due operazioni valutative di sintesi:

- l'integrazione dei giudizi risultanti dalle valutazioni parziali, scaturite da tutte le precedenti operazioni, in un *rating socio-ambientale*;
- l'integrazione tra *rating finanziario* e *rating socio-ambientale*.

Entrambi i tipi di integrazione comportano l'introduzione di giudizi qualitativi, data la vastità dei fenomeni e delle unità di misura interessate, che, tra l'altro, deve essere rapportata all'obiettivo della sostenibilità generale ed al contesto di riferimento dell'azione imprenditoriale¹³. I giudizi stessi, inoltre, possono essere pesati o meno, per la definizione di un giudizio qualitativo sintetico.

E' pure da considerare che una parte delle valutazioni di natura socio-ambientale può essere monetizzata, se ci si vuole riferire agli effetti monetari positivi (o negativi) che molti cambiamenti di contesto comportano. Ciò facilita notevolmente le stime e le valutazioni che possono presentare un carattere di soggettività e quindi può essere utile effettuare stime di risultati economici indotti dai mutamenti previsti (i quali possono essere sommati algebricamente tra loro per ottenere risultati più generali), ma è chiaro che non tutti i cambiamenti sono misurabili con il metro monetario. Lo stesso *rating finanziario*, il quale si basa quasi esclusivamente sull'esame di poste di bilancio e di flussi monetari, si deve poi esprimere in indicatori, i quali a loro volta si integrano in un giudizio unico finale di tipo qualitativo (lettere e segni: AAA, AA+, ecc.) che deriva dalla valutazione della capacità dell'impresa finanziata di far fronte ai propri impegni monetari futuri. Inoltre, questa stessa capacità, sempre sotto l'aspetto economico, va integrata con il *tasso di rendimento* offerto dal beneficiario (che è pure dato da un rapporto percentuale, anche se tra grandezze monetarie¹⁴), per decidere definitivamente sulla convenienza economica dell'investimento proposto.

In conclusione, si può dire che un rating integrato non può essere che un giudizio qualitativo, in cui intervengono numerose valutazioni quantitative e qualitative, le quali abbisognano di addivenire ad una sintesi per compiere sia una scelta di azione aziendale che una scelta di investimento. Date le difficoltà e la complessità delle operazioni per arrivare al giudizio definitivo, taluni autori ritengono di lasciare libera l'integrazione alla valutazione soggettiva degli interessati. Ma, considerato che vari passaggi del processo richiedono comunque una certa soggettività e che attualmente tutte le scelte sono caratterizzate da diffusissimi elementi soggettivi (anche quando i dati sono molto numerosi, la loro interpretazione è largamente soggettiva), la valutazione dovrebbe mirare almeno ad una soggettività razionale, che praticamente ancora non esiste.

Un'ultima considerazione va sottolineata. Come il rating finanziario esprime la valutazione del rischio che i rendimenti previsti poi non si realizzino, così il rating di sostenibilità deve pure evidenziare il rischio per l'investitore sostenibile che gli obiettivi ESG, dichiarati e valutati preventivamente dall'ente finanziato, effettivamente non si avverino e ciò costituisce un'ulteriore sfida valutativa, in quanto, seppur le metodologie di calcolo del rischio siano note, i domini di osservazione per l'analisi sono molto diversificati.

¹³ Anche se alcuni indicatori programmati sono soddisfatti al 100%, non è detto che l'obiettivo venga soddisfatto totalmente. Pure in caso di soddisfazione totale dell'obiettivo, questo può rivelarsi poco significativo ai fini di incisivi cambiamenti a scopo di sostenibilità generale della collettività interessata. Nonostante anche l'obiettivo possa essere considerato significativo, può succedere di tralasciare altri aspetti e/o categorie di *stakeholder* interessati dall'attività dell'impresa ed importanti per uno sviluppo sostenibile.

¹⁴ Si tratta del rapporto percentuale tra il rendimento ed il capitale investito.

Riferimenti bibliografici

Capelli P. (2016), *Una nuova metrica di rischio ESG per i fondi etici*, in *Bancaria*, n.10.

Chahinian R. (2016), *Lo SROI per una valutazione partecipata dello sviluppo locale*, paper XIX Congresso nazionale AIV, Roma.

Chahinian R. (2017), *Lo sviluppo sostenibile per il benessere delle comunità*, paper XX Congresso nazionale AIV, Padova.

Chahinian R. (2018), *Il bilancio integrato quale strumento di valutazione per uno sviluppo equo e sostenibile*, paper XXI Congresso nazionale AIV, L'Aquila.

Ciciretti R., Dalò A. (2018), *Globe ESG e star performance dei fondi socialmente responsabili*, slides, Settimana SRI.

Ciciretti R. (2019), *Il rating ESG non basta per valutare un'azienda*, in *Plus 24-Il Sole 24 Ore* del 9 marzo.

Coccia G. (2019), *Povertà e disuguaglianze, un quadro in evoluzione con evidenze contrastanti*, Asvis, <https://asvis.it>.

Commissione Europea (2018), *Comunicazione della Commissione...Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, <https://ec.europa.eu>.

European Commission – High-level expert group on sustainable finance (2018), *Final report 2018*, <https://ec.europa.eu>.

European Commission – Technical expert group on sustainable finance (2019), *Report on climate-related disclosures*, [https:// ec.europa.eu](https://ec.europa.eu).

Fondazione finanza etica (2019), *Il Rapporto sulla finanza etica e sostenibile in Europa*, <http://finanzaetica.info>.

Frondizi N. e Mauceri A. (2018), *Le obbligazioni*, Gruppo 24 Ore, Milano.

Fukuda-Parr S. e McNeill D. (2019), *Conoscenza e politica nella definizione e misurazione degli SDG*, in *Global policy*, numero speciale, www.globalpolicyjournal.com.

Giovannini E. (2018), *L'utopia sostenibile*, Laterza, Bari-Roma.

Gruppo bilancio sociale (GBS) (2004), *Il bilancio sociale. Documento di ricerca n.2. Indicatori di performance per reporting e rating di sostenibilità*, Giuffrè, Milano.

Gruppo bilancio sociale (GBS) (2013), *Standard. Principi di redazione del bilancio sociale*, Giuffrè, Milano.

Gruppo bilancio sociale (GBS) (2018), *Il bilancio sociale. Documento di ricerca n.8. La rendicontazione sociale degli intangibili*, Giuffrè, Milano.

Intonti M., Lacitignola P. (2018), *Analisi ESG e rating di sostenibilità*, slides, Settimana SRI.

Isonio E. (2018), *Banche per lo sviluppo, l'insano amore per il fossile*, <https://valori.it>.

Istat (2018), *Il benessere equo e sostenibile in Italia*, www.istat.it.

Maduro M., Pasi G., Misuraca G. (2018), *Social impact investment in the EU*, Joint Research Centre (JRC), <https://ec.europa.eu/irc>.

Mosco G.D. (2018), *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n.1.

OECD (2019), *Social impact investment 2019*, www.oecd.org.

Perrini F. (2018), *Imprese sostenibili*, Egea, Milano.

Russo A. et al. (2018), *ESG Risk: improving the forecasting power of traditional financial risk measures*, slides, Settimana SRI.

Sgritta G.B. (2018), *La politica del dato: la misura del benessere equo e sostenibile*, in *La rivista delle politiche sociali*, n.1.