

*Francesco Andreottola e Nicola Andreottola*



## **Impatto delle ESG performance sulla *portfolio strategy*: evidenze dal settore del tabacco**

Consiglio Nazionale delle Ricerche  
Istituto di Studi sul Mediterraneo

Consiglio Nazionale delle Ricerche  
Istituto di Studi sul Mediterraneo  
© Cnr-ISMed, 2023  
Via Cardinale Guglielmo Sanfelice 8 – 80134 Napoli

ISBN 978-88-90-95007-0 (versione elettronica)

Francesco Andreottola, ISMed-CNR, [francesco.andreottola@cnr.it](mailto:francesco.andreottola@cnr.it)

Nicola Andreottola, Master student Bocconi, [andreottolanicola98@gmail.com](mailto:andreottolanicola98@gmail.com)

*Elaborazione ed impaginazione:*  
*Aniello Barone, Paolo Pironti, Giovanni Ruggiero*

In copertina:  
Creazione degli autori con Leonardo AI

# INDICE

<b>Introduzione</b>	<b>5</b>
<b>I. ESG e Corporate Social Responsibility</b>	<b>9</b>
1.1 Il Corporate Purpose e la Corporate Sustainability	9
1.2 ESG, Corporate Social Responsibility e Corporate Strategy	12
1.3 Sostenibilità come leva di differenziazione strategica	15
1.4 La ESG logic e le decisioni strategiche	19
<b>II. Misurazione e reporting delle performance di sostenibilità</b>	<b>23</b>
2.1 La misurazione del Corporate Purpose	23
2.2 I report sulla sostenibilità	26
2.3 I principali framework e standard	28
2.4 La normativa sulla <i>disclosure</i> non finanziaria nell’Unione Europea e negli Stati Uniti	32
2.5 L’impegno verso uno standard unico	34
<b>III. Rating ESG</b>	<b>37</b>
3.1 La varietà di rating ESG: principali determinanti	37
3.2 Il caso esemplificativo MSCI vs Sustainalytics	39
3.3 La “corporate response” al rating ESG	41
<b>IV. Casi aziendali a confronto</b>	<b>45</b>
4.1 Metodologia di ricerca e casi di studio	45
4.2 La trasformazione del settore del tabacco	46
4.3 Analisi dei casi aziendali	48
<b>V. Discussione e conclusioni</b>	<b>71</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>77</b>



## Introduzione

I criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*) sono stati oggetto di una rapida ascesa nel corso dell'ultimo decennio. Da concetto di nicchia, sono passati ad essere argomento del giorno, tanto all'interno delle aule universitarie quanto nelle riunioni del board dei *Corporate Headquarters*. Numerose sono le aziende che oggi hanno iniziato ad implementare strategie ESG; così come anche gli investitori hanno iniziato ad inserire i cosiddetti criteri ESG tra gli strumenti utilizzati per filtrare le scelte di allocazione di capitale; le agenzie di rating si sono trovate a dover inserire nuovi prodotti all'interno della loro offerta, che fossero in grado di produrre uno score della performance ESG delle aziende esaminate; nuovi standard si sono resi necessari per supportare le aziende nella transizione verso una nuova forma di reportistica, non più incentrata meramente sulla rendicontazione economico-finanziaria, ma in grado di inglobare anche la performance di sostenibilità delle imprese; infine, gli enti regolatori, spinti dalle urgenze del cambiamento climatico e dai grandi temi sociali del nostro secolo, stanno sviluppando nuove e dettagliate normative finalizzate a rendere il rispetto degli standard ESG una nuova prassi aziendale.

Tuttavia, come ogni trend emergente, anche questo degli ESG richiede un lavoro di inquadramento teorico, che ne aiuti a comprendere le strutture e le possibili evoluzioni future. Molto approfonditi e variegati sono stati i contributi della letteratura sul tema, analizzato attraverso molteplici prospettive, ognuna focalizzata su specifici aspetti. Proprio tale fascino che l'argomento in questione ha suscitato, tanto nei confronti degli accademici quanto più in generale nei confronti dei vari attori del panorama socio-economico, ha ingenerato al tempo stesso una grande confusione che ha finito per impattare sulle aziende stesse. Così, spesso le imprese hanno avuto difficoltà a comprendere quale sistema di reportistica adottare, quale tipologia di rating avere come punto di riferimento nella scelta delle strategie ESG da implementare e di conseguenza finanche quali pratiche ESG porre in essere.

Il presente lavoro si colloca nel filone di studi che affronta il tema dell'integrazione delle attività di *Corporate Social Responsibility* (CSR) nella *corporate strategy*, in linea con quanto presentato nel lavoro di Collis *et al.* (2012). Tale contributo fornisce un utile strumento di analisi nella misura in cui permette di schematizzare i cinque stadi evolutivi che la CSR può assumere all'interno delle imprese multibusiness in funzione dell'orientamento imposto dal *Corporate Headquarter*.

Accanto alla CSR, Haski-Leventhal *et al.* (2021), illustrando le cinque fasi della "*corporate climate action*" dal 1970 ad oggi, sottolineano il ruolo di *climate activist* che le imprese sono oggi chiamate a ricoprire.

Di rilevante importanza è il paper di Ioannou e Serafeim (2021) che indaga il tema delle politiche ESG come strumento di creazione di valore. In particolare, gli autori ritengono che affinché tali pratiche si convertano in una maggiore capacità per l'azienda di generare un vantaggio competitivo, è necessario che queste siano contraddistinte da un elevato grado di innovazione, così da scongiurare comportamenti imitativi da parte dei competitor, come spesso accade per quelle iniziative intraprese principalmente ai fini regolatori. Infatti, "[only] the adoption of unique actions is significantly and positively associated with multiple measures of performance" (Ioannou e Serafeim, 2021, p. 1). E ancora, Serafeim insiste sul tema affermando

che “*firms should instead focus on the ESG issues that are financially material for them and pursue those in distinctive ways.*” (Serafeim, 2020, p.3). Lo stesso Autore elenca cinque step che il management dovrebbe adottare per integrare le politiche ESG, tanto nelle *operations* quanto nella strategia: 1) *Adopt strategic ESG practices*; 2) *create accountability structures for ESG integration*; 3) *identify a corporate purpose and build a culture around it*; 4) *make operational changes to ensure that the ESG strategy is successfully executed*; 5) *and commit to transparency and relationship building with investors.*

A tal proposito, è utile considerare l’analisi condotta da Eccles *et al.* (2021) perché ci introduce i concetti che saranno sviluppati nei paragrafi successivi. Infatti essi indagano la relazione esistente tra il *purpose* (descritto nei termini “*to solve problems of people and planet profitably, and not to profit from causing problems*”) e la *sustainability*, espressioni spesso usate intercambiabilmente come sinonimi ma che restano pur sempre concetti distinti.

Per introdurre i concetti di *performance*, *purpose* ed ESG, che costituiscono il centro del presente lavoro, e chiarire meglio la sua collocazione scientifica è molto utile il brillante contributo di Serafeim (2021), dal titolo molto evocativo “*ESG: Hyperboles and Reality*”, in cui l’autore analizza la letteratura emersa nel corso dell’ultimo decennio per svelare e/o sfatare alcuni miti emersi sul tema ESG.

In questo paper l’Autore individua i principali filoni di studio sull’argomento su cui si sono concentrate le attenzioni di diversi accademici: il legame tra ESG e *corporate behavior*; la relazione tra ESG e *corporate value*; l’impatto della valutazione ESG e del *rating*.

Nell’ambito del primo filone di studi è innanzitutto possibile raggruppare i lavori in tre aree: a) contributi che hanno alimentato il dibattito tra *divestment vs engagement*: diversi autori hanno cercato di investigare se, in presenza di performance ESG insoddisfacenti da parte delle aziende, l’approccio migliore da parte degli investitori sia quello di disinvestire da tali aziende, con il conseguente impatto sul costo del capitale e in ultima istanza sulla capacità stessa dell’azienda di finanziare i suoi progetti, o il dialogo con il *board*, nel tentativo di indurre a migliorare la strategia di sostenibilità; b) contributi che hanno studiato la relazione tra reportistica e performance ESG: diversi studiosi (ad es. Leuz e Waddock, 2016; She, 2021; Downar *et al.*, 2021) hanno cercato di comprendere se una maggiore *disclosure* e più in particolare un’informativa basata sugli *outcomes* piuttosto che sulle *attività*, possa influenzare il *corporate behavior* riguardo alle tematiche ESG; c) studi che analizzano il rapporto tra regolamentazione e sostenibilità: alcuni Autori (ad es. Tamini e Sebastianelli, 2017; Clementino e Perkins, 2021) hanno studiato il ruolo che la regolamentazione è chiamata a svolgere nell’ambito della transizione verso un modo di fare impresa più sostenibile.

Il secondo filone di studi è quello che include il maggior numero di contributi sul tema ESG ed è quello che investiga la relazione tra la performance ESG e la sua capacità di generare valore. Questo tema può essere scomposto a sua volta in tre sotto-categorie: a) la relazione tra i corsi azionari e gli ESG; b) le performance degli *ESG portfolios* e c) contributo delle pratiche ESG alla differenziazione competitiva. Quest’ultimo oggetto di analisi ha offerto spunti decisamente interessanti nella stesura di questo lavoro, in quanto mette in luce una chiara relazione tra la *corporate* e la *business strategy* da un lato e la *ESG performance* dall’altro. Inoltre, con riferimento ai primi due temi, prettamente di natura finanziaria, è interessante notare come la letteratura abbia quasi sempre assunto la prospettiva degli *asset manager*

piuttosto che delle aziende multibusiness nella valutazione della loro *portfolio strategy*. Di qui la volontà del presente elaborato di investigare maggiormente l'impatto che le politiche ESG hanno sulle scelte di portafoglio dei *Corporate Headquarters*.

Per raggiungere tale scopo, risulta imprescindibile tenere in considerazione quanto studiato nell'ambito della terza area tematica individuata: il ruolo ricoperto dagli standard setter e dalle agenzie di rating ESG. Come accennato sopra, la repentina esplosione del fenomeno ESG ha portato alla nascita di una moltitudine di attori istituzionali e privati nel tentativo di supportare le aziende nell'adozione di questi nuovi strumenti di reportistica e valutazione. La confusione che tutto ciò ha generato ha indotto molti accademici a concentrare i loro sforzi nel comprendere le ragioni che spesso hanno portato ad un disallineamento nelle modalità di comunicazione della performance ESG suggerita dai maggiori standard setter e, di conseguenza, nelle valutazioni prodotte dalle agenzie di rating, spesso molto distanti tra di loro per una medesima azienda. Anche su questo tema, il contributo ulteriore che questo lavoro si propone di apportare, consiste nel tentativo di individuare un *fil rouge* che collega le scelte di rendicontazione prese dalle aziende con la volontà di perseguire specifici rating ESG e, in ultima istanza, con le scelte di *portfolio strategy*.

Ciò perché, nonostante il proliferare di studi sulla sostenibilità, si sa relativamente poco su come le aziende incorporano gli aspetti legati alla sostenibilità all'interno della strategia corporate (Clementino e Perkins, 2021).

Alla luce dei contributi accademici sopra richiamati e vista la crescente rilevanza attribuita alla performance ESG delle imprese, sia da parte delle maggiori istituzioni governative e finanziarie che da parte dei clienti e altre categorie di stakeholder, il presente lavoro si propone di investigare se e come la volontà da parte delle aziende di raggiungere determinati standard di performance ESG impatti sulle relative scelte di *portfolio strategy*. In tale ottica, questo lavoro può contribuire al dibattito scientifico sviluppatosi intorno al tema dell'integrazione delle politiche di sostenibilità, rappresentate proprio dalle citate politiche ESG, nell'ambito della *corporate strategy*. Infatti esso si inerisce nel solco tracciato da Campbell *et al.* (2014) secondo cui le scelte di *corporate strategy* sono prese tenendo in considerazione quattro logiche: *business logic*, *added value logic*, *capital markets logic*, *governance and compliance logic* e da Corbetta e Morosetti (2018) che hanno elaborato un efficace strumento di valutazione della *corporate strategy* stessa, denominato "diamante della valutazione". Tra i cinque elementi valutativi utilizzati da tale modello è ricompreso proprio il criterio della "sostenibilità sociale e ambientale". Quest'ultimo mira a tenere in esplicita considerazione, nel processo di analisi della *corporate strategy*, gli impatti che le decisioni strategiche delle aziende multibusiness hanno sul contesto socio-economico di riferimento.

Obiettivi più specifici del lavoro sono:

- comprendere come il conseguimento di performance ESG possa innescare processi di innovazione a livello di business;
- comprendere se alle quattro fondamentali logiche (Campbell *et al.* 2014, p. 27) adottate per valutare le scelte di *corporate strategy* sia opportuno integrare una quinta logica: la *ESG logic*;
- comprendere se la *ESG logic*, al pari delle *business logic* e *capital markets logic*, possa influenzare le scelte di *portfolio strategy*.

Per conseguire tali obiettivi sono stati dapprima analizzati sia il sistema degli standard vigenti per la misurazione delle performance ESG sia il sistema dei rating proposti dalle principali agenzie, attraverso i quali gli investitori hanno accesso alle valutazioni sul livello di performance raggiunto dalle varie aziende sulle tematiche ESG. Tale studio è servito per costruire il framework concettuale attraverso cui sono stati analizzati dei *case study*. Ad essere oggetto di analisi sono state le cinque principali aziende appartenenti all'industria del tabacco. Il settore del tabacco si è ritenuto di rilevante interesse rispetto alle finalità del presente lavoro, in quanto oggetto di una profonda trasformazione che sta vedendo un drastico spostamento dal business dei prodotti a combustione a quello dei cosiddetti prodotti *smoke-free*, privi degli effetti nocivi per la salute causati proprio dalla combustione del tabacco.

Inoltre, si è ritenuto utile vederne l'applicazione a un settore specifico, poiché i risultati variano a seconda del settore in cui operano le imprese e da impresa ad impresa, stante una spiccata disomogeneità sia nella rendicontazione non finanziaria comunicata dalle imprese, sia nei criteri di giudizio delle agenzie di rating.

Infine, le cinque aziende analizzate coprono un ampio spettro geografico, consentendo pertanto un'analisi completa, che tenga in considerazione anche delle diverse sensibilità ai temi e alla rendicontazione ESG nei diversi paesi.

Sebbene il lavoro rimanga puramente qualitativo, si è cercato di cogliere una "relazione" tra il tipo di ESG performance che i principali standard setter e le agenzie di rating raccomandano di perseguire, e le scelte di investimento effettivamente adottate dalle aziende.

Sulla base delle analisi condotte è possibile affermare che il conseguimento delle performance ESG influenza le scelte di *portfolio strategy* e che le scelte di *corporate strategy*, che in diversa misura hanno riguardato tutte le aziende del campione analizzato, siano condizionate proprio da quella che sarà definita *ESG logic* (cfr. par. 1.4). Al fine di fornire uno strumento manageriale con cui individuare il posizionamento di un business rispetto ai temi di sostenibilità sintetizzati da tale logica, gli Autori hanno sviluppato una proposta di matrice, descritta nel par. 1.4.

Il lavoro è dunque strutturato come segue: nel primo capitolo verranno discussi i concetti chiave di *Corporate Purpose*, *Corporate Sustainability*, ESG e CSR, nonché gli effetti che la sostenibilità può avere sui processi di innovazione del *business model*, volti alla creazione di un vantaggio competitivo sostenibile. Nel secondo capitolo verrà ampliato il tema della ESG performance, con riferimento alle modalità attraverso cui questa è riportata dalle aziende, indagando: i) gli strumenti di rendicontazione a disposizione; ii) i framework concettuali e gli standard emersi nel tentativo di supportare il management in tale processo; iii) il trend verso la standardizzazione dei criteri di misurazione delle ESG performance. Nel terzo capitolo sarà approfondito il tema del rating ESG, illustrando le determinanti che finora hanno portato ad ampie divergenze negli *score* delle principali agenzie; saranno, inoltre, descritte le potenziali reazioni al rating da parte delle aziende. Il quarto capitolo sarà dedicato all'analisi dei casi studio. L'ultimo capitolo, infine, presenterà la discussione dei risultati e le conclusioni.

# I. ESG e Corporate Social Responsibility

## 1.1 Il Corporate Purpose e la Corporate Sustainability

*Corporate Purpose* e *Corporate Sustainability* sono termini ormai entrati a far parte del comune lessico manageriale e spesso sono utilizzati quasi come sinonimi. Tale attitudine a farne uso in maniera intercambiabile è tuttavia errorea; infatti, come descritto da Eccles *et al.* (2021, p.1) la relazione tra *purpose* e *sustainability* può essere compresa alla luce della definizione del purpose come quel tentativo da parte di un'azienda "to solve problems of people and planet profitably (and not to profit from causing problems)".

Il *Corporate Purpose* è la missione aziendale o lo scopo dichiarato di un'azienda che guida le decisioni e le attività di un'impresa e che va al di là del profitto e rappresenta il motivo per cui l'azienda esiste. Si tratta di una dichiarazione di valori e di obiettivi a lungo termine che mira a definire lo scopo sociale e la responsabilità sociale dell'azienda (Barby *et al.*, 2021). Il *Corporate Purpose* serve a dare un senso di direzione e a ispirare i dipendenti, i clienti e gli stakeholder, oltre a stabilire una reputazione positiva per l'impresa.

Così, nell'ultimo decennio, abbiamo assistito ad un evidente sforzo, da parte delle aziende e dei loro CEO, nella definizione di *Purpose Statement* che cercassero di dare una risposta a quella domanda di senso che tanto gli esseri umani quanto le aziende, prima o poi, si trovano a dover affrontare: "perché esisto?". All'interno di tale documento, le aziende comunicano ai loro stakeholder il ruolo e le responsabilità che esse intendono ricoprire all'interno della società; nella consapevolezza che la capacità di generare valore nel lungo termine sia indissolubilmente legata alla risposta a tale quesito.

Il concetto di *Corporate Purpose* e quello di *Corporate Sustainability* sono strettamente legati, poiché la *Corporate Sustainability* è un aspetto del *Corporate Purpose*.

Se il *Corporate Purpose* rappresenta la missione a lungo termine dell'azienda e l'impatto che vuole avere sulla società e sull'ambiente, la *Corporate Sustainability* si concentra su come l'azienda gestisce le sue attività in modo responsabile dal punto di vista sociale, ambientale e finanziario.

In pratica, il *Corporate Purpose*, rappresentando la missione e gli obiettivi dell'azienda, guida le decisioni aziendali, fornisce la direzione e la motivazione per la *Corporate Sustainability*, poiché l'azienda si impegna a perseguire i suoi obiettivi a lungo termine in modo sostenibile. La *Corporate Sustainability* a sua volta supporta il raggiungimento del *Corporate Purpose*, poiché un'azienda sostenibile è più in grado di generare risultati positivi e di mantenere il proprio impegno verso la società e l'ambiente nel lungo periodo. In questo modo, l'azienda può creare valore a lungo termine per se stessa, per i propri stakeholder e per la società in generale.

In sintesi, il *Corporate Purpose* e la *Corporate Sustainability* sono due facce della stessa medaglia e si supportano a vicenda nella creazione di un'impresa responsabile e a lungo termine. In questo senso, il *Corporate Purpose* fornisce una visione a lungo termine per l'azienda e la *Corporate Sustainability* si concentra sulla realizzazione di questa visione in modo sostenibile.

Il concetto di *Corporate Sustainability* ha acquisito importanza negli ultimi anni sia nella teoria che nella pratica organizzativa. Tale concetto nasce da quello più ampio di sostenibilità, che a sua volta è stato modellato attraverso una serie di influenze politiche, pubbliche e accademiche nel tempo (Kidd, 1992). Queste influenze includono il movimento per la conservazione dell'inizio del ventesimo secolo, i movimenti ambientalisti e antitecnologici degli anni '60 e '70, la filosofia della "no growth" emersa negli anni '70 così come i contributi dell'ecologia. Durante gli anni '80, le questioni sociali sono diventate più importanti, compresi i diritti umani, la qualità della vita e la povertà, specialmente nei paesi meno sviluppati. La pressione pubblica è aumentata per nuovi approcci all'ambiente e allo sviluppo e per integrare la protezione dell'ambiente con uno sviluppo che alla fine porterebbe ad un alleviamento della povertà.

Il concetto di sostenibilità è diventato noto a livello globale attraverso il rapporto *Our Common Future* della World Commission on Environment and Development (WCED, 1987), un organismo delle Nazioni Unite noto anche come Commissione Brundtland. Il WCED ha collegato la sostenibilità all'integrità ambientale e all'equità sociale, ma anche alle imprese e alla prosperità economica coniando il termine *sviluppo sostenibile*, definito come "sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni" (WCED, 1987, p. 43).

L'Earth Summit del 1992 a Rio de Janeiro ha portato ad un'ampia accettazione di questa definizione da parte di imprenditori, politici e ONG. Per le organizzazioni, implicava la sfida di migliorare contemporaneamente il benessere sociale e umano, riducendo il loro impatto ecologico e garantendo l'effettivo raggiungimento degli obiettivi organizzativi (Sharma, 2003).

Sulla base della definizione del WCED, nonché delle influenze della letteratura strategica e gestionale, sono emerse una serie di definizioni successive di sostenibilità in relazione alle organizzazioni, riferibili alla *Corporate Sustainability*. Queste definizioni variano a seconda del grado in cui classificano la sostenibilità aziendale come preoccupazione principalmente ecologica (Shrivastava, 1995) o come responsabilità sociale di un'organizzazione (Carroll, 1999), o ampliano il concetto di sostenibilità aziendale per integrare le attività economiche aziendali con le preoccupazioni per l'ambiente naturale e sociale (Dunphy, Griffiths e Benn, 2003; van Marrewijk, 2003). Alcuni studiosi usano anche il termine "Corporate Social Responsibility" per descrivere l'integrazione delle preoccupazioni sociali, ambientali ed economiche nella cultura, nel processo decisionale, nella strategia e nelle operazioni di un'organizzazione (ad es., Berger, Cunningham e Drumwright, 2007). La risultante varietà di definizioni ha creato confusione e impedimenti nel perseguimento e nell'implementazione della sostenibilità aziendale, poiché i membri dell'organizzazione trovano difficile interpretare e rendere operativo il termine (Faber, Jorna e van Engelen, 2005).

Come si nota molti sono i lavori che sposano i principi dello sviluppo sostenibile e la necessità per le aziende di perseguire pratiche di sostenibilità (ad esempio, Sharma, 2003). Negli ultimi anni, molte organizzazioni hanno introdotto o modificato politiche, prodotti e/o processi per affrontare l'inquinamento, ridurre al minimo l'uso delle risorse e migliorare le relazioni con la comunità e le parti interessate (Crane, 2000).

Diversi studiosi, tuttavia, ritengono che questi cambiamenti siano insufficienti in quanto solo superficiali e non favorevoli alla formazione di organizzazioni e industrie sostenibili. Sostengono che per rispondere

pienamente alle sfide ambientali e sociali, le organizzazioni dovranno subire cambiamenti e trasformazioni culturali significativi (Linnenluecke e Griffiths, 2010; Senge e Carstedt, 2001). L'idea centrale è che le organizzazioni dovranno sviluppare una cultura organizzativa orientata alla sostenibilità quando si muovono verso la *corporate sustainability*.

Secondo quanto emerso dal Oxford Impact Roundtables (OIR)<sup>1</sup>, quattro sono le dinamiche che hanno indotto le aziende a dedicare una sempre maggiore attenzione alla sostenibilità ed alla capacità di generare valore nel lungo termine: 1) la crescente importanza attribuita al concetto di *Purpose*; 2) la necessità di estendere i confini dell'impresa; 3) la consapevolezza del contributo che i *non-financial asset* apportano alla creazione di valore nel lungo termine; 4) l'aumento della domanda di affidabili e verificabili informazioni sulle tematiche legate alla sostenibilità (Stroehle e Rama Murthy, 2019).

La gravità e l'urgenza di problematiche sistemiche come il cambiamento climatico e le disuguaglianze di reddito, la sempre maggiore attenzione verso i diritti umani e dei lavoratori, hanno indotto le imprese a riconsiderare la loro licenza ad operare all'interno della società, spingendole a dover ricoprire un ruolo di agenti di cambiamento per combattere tali sfide. Tutto ciò ha condotto ad una completa trasformazione del mindset, passato da *value-extracting* a *value-maintaining* fino ad arrivare all'approccio del *value-creating* (Mazzucato, 2018).

Di qui la necessità di ridisegnare i confini entro cui opera l'impresa: "*internalizing externalities*" è l'obiettivo ultimo che comporterà, nel tempo, una drastica ridefinizione dei concetti di crescita, performance e successo.

Il terzo punto ci chiama a riflettere sul concetto stesso di sostenibilità, definibile come "*the quality of being able to continue over a period of time*" (Oxford Dictionary, 2019). Letta in questi termini, la sostenibilità appare innanzitutto una necessità di business piuttosto che una mera attività filantropica. Questa capacità di perdurare nel tempo si basa inevitabilmente su fattori quali l'ambiente, che fornisce le risorse necessarie all'attività di business, le persone, colonna portante dell'impresa, la società, che di fatto ne legittima l'operato. Di fronte ad una tale presa di coscienza, non rimane altra scelta che tenere in primaria considerazione tutte queste forme di capitale non finanziario. Come conseguenza ultima del processo di trasformazione del sistema socio-economico sopra descritto, in cui le aziende si trovano oggi ad operare, è emersa sempre di più negli ultimi anni, la richiesta da parte di investitori e consumatori di un'adeguata

<sup>1</sup> Gli Oxford Impact Roundtables (OIR) sono incontri di alto livello che si tengono presso l'Università di Oxford con l'obiettivo di riunire esperti, leader e decisori provenienti da diversi settori per discutere e approfondire tematiche di rilevanza globale.

Il 12 dicembre 2018 e il 22 marzo 2019, la Saïd Business School dell'Università di Oxford ha ospitato la prima e la seconda Oxford Impact Roundtables (OIR). Circa venticinque tra professionisti ed esperti si sono riuniti per discutere se e come sia possibile estendere il linguaggio e la pratica della contabilità agli asset non finanziari e sviluppare strumenti contabili a supporto del management che incorporino una visione più ampia del profitto attraverso l'inclusione delle esternalità positive e negative (Stroehle e Rama Murthy, 2019, p. 1).

Le discussioni si concentrano su temi come la sostenibilità, l'innovazione tecnologica, il cambiamento climatico, le disuguaglianze sociali ed economiche, la politica internazionale e molte altre questioni di grande impatto sulla società e sull'economia globale.

L'obiettivo degli Oxford Impact Roundtables è di stimolare un dialogo aperto e costruttivo tra i partecipanti e di sviluppare soluzioni innovative e concrete per affrontare le sfide più urgenti del nostro tempo.

informativa sul reale impegno che le aziende dedicano ai temi della sostenibilità, portando alla nascita dei criteri ESG.

## 1.2 ESG, Corporate Social Responsibility e Corporate Strategy

Risulta fondamentale, ai fini della comprensione del presente lavoro, illustrare la relazione tra il concetto di performance ESG e quello di *Corporate Social Responsibility* (CSR). Il termine CSR - enunciato per la prima volta nel 1953 all'interno del libro "*Social Responsibilities of the Businessman*" di Bowen - parte dalla convinzione che l'immagine delle imprese come isole indipendenti orientate alla massimizzazione del profitto, sia divenuta obsoleta; è ormai parere comune che le imprese, in virtù del ruolo centrale che ricoprono all'interno del sistema socio-economico moderno, siano chiamate ad un obiettivo ben più ampio della massimizzazione della ricchezza degli azionisti: la creazione di valore condiviso, inteso come il valore generato dall'impresa per i diversi stakeholder coinvolti (Porter e Kramer, 2011).

Rispetto a tale visione, i criteri e le performance ESG rappresentano un sistema di metriche finalizzate a catalogare e misurare le azioni di sostenibilità poste in essere dalle imprese lungo la catena del valore. Tale strumento è utile per tradurre in chiave operativa, e dunque monitorabile, la strategia di sostenibilità attuata dall'impresa. Pertanto è possibile affermare che in primo luogo l'azienda è chiamata ad assumere consapevolezza del ruolo sociale che ricopre, integrando tale visione all'interno delle proprie scelte strategiche; da tale consapevolezza scaturisce poi la necessità di sviluppare un sistema di metriche che consenta di declinare la strategia in obiettivi misurabili, da utilizzare, come spesso accade, anche ai fini di reportistica, per rendicontare ai soggetti interessati l'impegno dimostrato rispetto alle dimensioni ambientali, sociali e di *governance*.

Non tutte le aziende, tuttavia, sviluppano la stessa sensibilità e propensione ad includere gli argomenti sopra discussi all'interno della strategia corporate. Infatti, come affermato da Collis *et al.* (2012) nelle imprese multibusiness o nei gruppi d'impresa, lo sviluppo di un'attenzione sistemica alla CSR dipende fortemente dall'orientamento dei vertici aziendali.

Pertanto, è possibile mappare i diversi approcci strategici classificandoli in base al grado di integrazione delle attività di CSR nella *corporate strategy*, delineando cinque possibili stadi evolutivi:

- 1) *CSR informale*: in questo stadio, l'impegno sui temi socio-ambientali, per quanto presente, non è sostenuto da un livello di formalizzazione adeguato. Le iniziative poste in essere sono infatti il risultato delle preferenze personali del management o il tentativo di rafforzare la reputazione aziendale alla stregua di una qualunque campagna di marketing;
- 2) *CSR corrente*: questa fase è caratterizzata da una presa di consapevolezza dei temi sopra citati che porta il top management ad intraprendere iniziative volte a formalizzare l'impegno dell'azienda tramite il conseguimento di certificazioni e la realizzazione di un'adeguata reportistica di sostenibilità. Tuttavia, in tale stadio, non si è ancora raggiunto un livello di maturazione tale da parlare di integrazione della CSR all'interno della corporate strategy in quanto le iniziative menzionate sono percepite come meri adempimenti formali;

- 3) *CSR sistemica*: il passaggio decisivo che si verifica in questo stadio, che segna l'ingresso della CSR all'interno della *corporate strategy*, è dettato dalla convinzione che elevate performance in ambito socio-ambientale possano condurre ad un vantaggio competitivo a livello corporate. Da qui, nelle imprese multibusiness, la scelta di introdurre un approccio sistemico alla CSR, condiviso tra i business del gruppo;
- 4) *CSR innovativa*: è il tema dell'innovazione nell'approccio alla CSR a contraddistinguere l'ulteriore step evolutivo che compiono le azienderientranti in questa categoria, contribuendo alla percezione di differenziazione agli occhi del mercato;
- 5) *CSR dominante*: l'ultimo stadio evolutivo di questo modello è rappresentato dalla completa sovrapposizione dei concetti di purpose e sostenibilità, in cui è di fatto impossibile scindere CSR e corporate strategy in quanto la sostenibilità si pone al centro della *vision* aziendale stessa.

Young e Reeves (2020, p. 1) suggeriscono un passaggio ulteriore rispetto al modello sopra citato, affermando che la leadership aziendale di oggi dovrebbe reimaginare la “*corporate strategy by creating new modes of differentiation, embedding societal value into products and services, reimagining business models for sustainability, managing to new measures of performance, and reshaping business ecosystems to support these initiatives*”. Gli autori infatti ritengono che, nonostante i numerosi incoraggianti tentativi intrapresi finora dalle aziende, sono poche quelle che hanno realmente posto in essere uno sforzo di comprensione dei limiti, delle vulnerabilità e del potenziale dei loro *business model* attuali. Negli ultimi decenni, infatti, i manager hanno focalizzato maggiormente la loro azione al fine di garantire ritorni adeguati agli azionisti, facendo leva su strategie prettamente di carattere finanziario, spesso attraverso operazioni di M&A che fossero in grado di produrre elevati ritorni nello *short-term*. Questo ha portato spesso a trattare i temi relativi alla sostenibilità come separati rispetto alla strategia aziendale.

Tre sono infatti i principali limiti degli approcci fin qui utilizzati, citati all'interno del lavoro di Young e Reeves: l'eccessiva enfasi sulla *compliance*, la biforcazione tra strategia e sostenibilità ed uno sguardo miope limitato al livello di singola azienda.

Il rischio più grande, evidenziato da vari autori, che si corre nell'implementare una reportistica basata sui criteri ESG, è proprio quello di rendere tali criteri fini a sé stessi, senza un reale legame con la strategia aziendale. Tali criteri dovrebbero piuttosto indicare il percorso che l'azienda intende seguire lungo la strada che porta al raggiungimento di determinati target di sostenibilità, consentendo nel tragitto di monitorare i progressi raggiunti proprio rispetto al piano strategico delineato a livello corporate. L'atteggiamento del “*checking the box*” (Serafeim, 2020) nell'implementazione di pratiche di sostenibilità non sarà sufficiente a garantire quella differenziazione strategica necessaria per raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile.

Proprio tale enfasi sulla *compliance* ha spesso portato le aziende a trattare la performance di sostenibilità come un tema a sé stante rispetto alla strategia, come testimoniato dalla biforcazione della reportistica stessa che si sostanzia in financial statement dedicati alla performance finanziaria e di report sulla sostenibilità incentrati sulla performance ESG, rendendo quanto mai complessa la creazione di una connessione tra queste due dimensioni.

Infine, limite ulteriore degli attuali approcci alla CSR consiste nella mancata adozione di un'ottica sistemica ai temi della sostenibilità che coinvolgono l'impresa. In un contesto micro-economico che si sta allontanando sempre di più dal concetto di settore ed una crescente difficoltà nel definire i confini organizzativi, diventa fondamentale adoperare una visione olistica dell'impresa, in grado di tenere in considerazione tutte le diverse dimensioni caratterizzanti l'ecosistema di business in cui essa opera, includendo così i vari attori presenti lungo la *value chain*, dai fornitori agli utilizzatori finali e il più ampio network di stakeholder.

Il suggerimento è dunque quello di fondere le parole *Sostenibilità* e *Vantaggio Competitivo Sostenibile* in modo tale da fornire una bussola in grado di guidare l'operato del top management nei decenni a seguire.

Di qui il modello proposto da Young e Reeves, che va ad integrare il lavoro sopra esposto sugli stadi evolutivi della CSR, andando ad indagare l'impatto della sostenibilità sulla strategia di business. I due autori delineano il percorso di maturazione dello sviluppo di un vantaggio competitivo sostenibile, a partire proprio dallo stadio della CSR fino ad arrivare alla soluzione ideale della *Sustainable Business Model Innovation* (Cfr. fig. 1).

I primi due stadi, denominati CSR e *Compliance Driven*, sono associabili ai concetti di CSR *informale* e *corrente*, sopra descritti, in quanto sintetizzano un basso livello di maturazione nell'integrazione della sostenibilità all'interno della strategia competitiva, che si concretizza in iniziative sporadiche e meramente rivolte a finalità di reportistica formale.

Il terzo livello dello spettro in esame si contraddistingue invece per la presenza di concrete azioni volte a modificare il business model corrente, come reazione a delle pressioni ricevute dal mercato e/o dagli investitori.

**Figura 1. Dalla compliance al Vantaggio Competitivo Sostenibile**



(Fonte: Young e Reeves, 2020)

Il maggiore contributo di questa analisi lo si può riscontrare nella definizione del concetto di “*Sustainable Business Model Innovation*” (S-BMI). Tale modello viene concepito proprio nel tentativo di contrastare i limiti degli approcci correnti sopra discussi.

La S-BMI, infatti, si struttura lungo tre fondamentali step:

- 1) testare la sostenibilità del *business model* attuale, da un punto di vista socio- ambientale e temporale, così da mettere in luce le relative vulnerabilità e limiti di sostenibilità, ma anche le sue potenzialità per una futura creazione di valore sostenibile;
- 2) elaborare combinazioni modulari di innovazioni applicabili al business model corrente, in grado di colmarne i limiti ed evidenziarne il potenziale;
- 3) connettere tali innovazioni del *business model* ai *core driver* della performance economico-finanziaria dell'impresa, così da valutarne la capacità di creare valore sia per gli shareholder che per la società in senso ampio.

Tali scelte di strategia competitiva riflettono a livello di business, il raggiungimento di quello stadio evolutivo che Campbell *et al.* (2014) chiamano “CSR dominante”, in cui, in linea con il concetto porteriano dello “*shared value*”, strategia e sostenibilità sono considerate congiuntamente, rafforzandosi a vicenda.

### **1.3 Sostenibilità come leva di differenziazione strategica**

Quando si parla di sostenibilità, e più nello specifico di criteri ESG, emergono spesso due credenze contrapposte, eppure entrambe non corrette. In passato si era infatti soliti associare il concetto di sostenibilità ad un retropensiero legato alla filantropia, come se le aziende che decidano di adottare un approccio sostenibile al proprio business siano destinate a sottoperformare rispetto ai propri *peer*, o quantomeno a privare gli shareholders di risorse destinate a vantaggio della comunità. Allo stesso modo, in tempi più recenti, numerosi manager tentano di attuare iniziative in linea con gli standard ESG di settore, nella convinzione che questo sia sufficiente per ottenere approvazione da parte dei mercati finanziari. Per smentire la prima credenza è sufficiente richiamare il concetto di sostenibilità sopra esposto, per realizzare che un approccio sostenibile è per definizione l'unico approccio possibile per garantire la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo. Di grande interesse, sono le argomentazioni discusse da Serafeim (2020) per spiegare perché, un atteggiamento come quello caratterizzante lo stadio della CSR *corrente*, non sia destinato a portare il vantaggio competitivo sperato, rendendosi dunque necessaria una reale integrazione delle performance ESG tanto all'interno della *corporate* quanto della *business strategy*.

Porter (1996) propone la distinzione tra efficienza operativa e strategia affermando che la prima indica la capacità delle aziende di condurre attività simili meglio dei competitor mentre la seconda richiede “semplicemente” di *essere* diversi. Allo stesso modo, le ESG performance possono certamente contribuire a garantire delle efficienze operative, ma l'unico modo per far sì che queste portino alla creazione di valore nel lungo termine è quello di integrarle a livello strategico, andando così a costituire uno strumento di differenziazione rispetto alla concorrenza.

Sorge dunque spontanea la domanda: come identificare le pratiche ESG da porre in essere?

Come per ogni scelta strategica, il processo decisionale richiede l'analisi del perimetro di gioco (*where to play*) e del modo in cui distinguersi in tale segmento (*how to win*).

Con riferimento al primo, è bene ricordare che non tutte le tematiche ESG hanno lo stesso peso, ma piuttosto la loro importanza relativa è da declinare nei termini del settore in cui l'azienda opera. Per esempio, nel settore dell'*oil & gas*, il forte tema ambientale legato al passaggio alle fonti di energia rinnovabili, nel tentativo di migrare verso una *low-carbon economy* è certamente un argomento ESG di primaria importanza. Lo stesso tema non assume però lo stesso peso se letto dalla prospettiva delle aziende operanti in settori *hi-tech*, dove piuttosto le problematiche sociali legate alla *diversity & inclusion* meritano di essere oggetto di grande attenzione da parte delle aziende che vi operano.

Allo scopo di definire quali temi contano realmente per un dato settore, viene in soccorso il concetto di *materialità*. Premesso che non esiste una definizione univoca di tale termine, i principali enti di reportistica ESG definiscono come materiale “*any information which is reasonably capable of making a difference to the conclusions reasonable stakeholders may draw when reviewing the related information*” (Statement Of Common Principles Of Materiality Of The Corporate Reporting Dialogue, 2020). Detto in altri termini, la materialità ingloba tutti quei temi che, per il settore in cui opera l'impresa, possono determinare implicazioni economiche, finanziarie, reputazionali e legali nei confronti dell'azienda stessa e dei suoi stakeholder. Bisogna infatti considerare che mentre gli asset fisici e finanziari di un'impresa possono facilmente, e di fatto devono, essere divulgati, un'azienda non sarà mai in grado di catturare il valore di tutti i suoi asset non finanziari o misurare tutti gli impatti sociali, naturali e umani causati dalle sue attività. Farlo sarebbe decisamente inefficiente, controproducente e inevitabilmente opaco (Eccles *et al.*, 2019).

Tuttavia, la materialità non è un concetto statico, ma al contrario, sfida del top management dovrebbe essere proprio quella di essere in grado di anticipare i temi ESG emergenti come *industry drivers*. Serafeim, in collaborazione con Jean Rogers, fondatore ed ex CEO del Sustainability Accounting Standard Board (SASB), suggerisce alcune condizioni di sistema che tipicamente sono in grado di favorire il processo che porta all'attribuzione dell'aggettivo “materiale” a determinate tematiche:

- l'accesso all'informativa socio-ambientale per il management e in generale per tutti gli stakeholder interessati, spesso come conseguenza degli sviluppi della tecnologia e della reportistica, che permettono il tracciamento e la relativa *disclosure* di determinati argomenti (come, per esempio, il monitoraggio delle materie prime lungo i vari stadi della supply chain);
- l'incremento di potere mediatico acquisito da NGOs che induce gli enti governativi a tenere in maggiore considerazione le loro istanze;
- la mancanza di autoregolamentazione da parte delle aziende su un determinato tema;
- la creazione di prodotti/servizi sostenibili che si propongono di innovare il modo di fare business all'interno di un dato settore (è il caso emblematico di Tesla che con le sue auto elettriche ha indotto un cambio di paradigma all'interno del settore dell'*automotive*).

In linea generale è possibile affermare che, a seconda delle definizioni che ne vengono date, la materialità può assumere una duplice prospettiva: una orientata agli stakeholder, portando a considerare come materiali quei temi che riguardano l'impatto dell'azienda sull'ambiente e sulla società in cui opera; l'altra orientata sull'azienda stessa e quindi sulle conseguenze che l'ambiente e la società hanno a sua volta su di essa.

Quando l’informativa ESG si basa unicamente su quest’ultima concezione si parla di “*single materiality*”, ad indicare quei temi che assumono rilevanza specificamente agli occhi degli investitori, interessati a comprendere gli effetti che i temi ESG hanno sul business; quando a questo tipo di informativa vengono integrati anche i temi che sono oggetto di interesse di una più ampia gamma di stakeholder, secondo la prima concezione di materialità sopra descritta, si parla piuttosto di “*double materiality*”. A fare da collante di queste due dimensioni della materialità è il concetto di “*dynamic materiality*”, secondo cui determinati concetti, che in un primo momento risultano di scarso interesse agli occhi degli investitori, possono successivamente assumere rilevanza, in linea con le evoluzioni del mercato e della società.

Al fine di individuare gli aspetti materiali è possibile seguire un approccio basato su tre step fondamentali: identificazione, valutazione e prioritizzazione (EFRAG, 2021).

In primo luogo, è necessario identificare gli aspetti rilevanti. Gli aspetti rilevanti sono quelli che hanno, o potrebbero avere, un effetto sull’abilità dell’organizzazione di creare valore, alla luce del loro impatto sulla strategia e sulla governance aziendali. Non tutti gli aspetti rilevanti vanno però considerati automaticamente come materiali: è infatti necessario comprendere *quale* sia l’impatto, corrente o potenziale, sulla creazione di valore. Tale impatto è il prodotto di due dimensioni: la probabilità di manifestazione dell’avvenimento e la grandezza del suo effetto. Solo dopo aver individuato e valutato gli aspetti rilevanti sulla base di queste dimensioni, sarà possibile prioritizzare i vari temi, decidendo quelli su cui agire.

Una volta delimitato il perimetro del *where to play*, avendo definito gli elementi che maggiormente influenzano la performance di sostenibilità di un’impresa multibusiness, è possibile sintetizzare essenzialmente tre modalità attraverso cui migliorarla:

- disinvestire dai business che contribuiscono negativamente alla ESG performance;
- investire in business che contribuiscono positivamente alla ESG performance;
- attivare processi di *business model innovation* basati su un approccio sostenibile.

Avendo così individuato le scelte strategiche di sostenibilità da mettere in atto, passaggio successivo per l’implementazione di una strategia ESG, consiste nella creazione di un sistema di *accountability* che connetta le remunerazioni, in particolar modo quelle del top management, all’andamento della performance ESG dell’impresa, elevando così l’importanza di tali argomenti al punto da diventare centrali nelle discussioni del board. Tuttavia, un approccio esclusivamente top-down alla CSR si è spesso dimostrato insufficiente, se non supportato anche da una cultura organizzativa che raggiunga anche i livelli più bassi della gerarchia aziendale.

Ricorre ancora una volta in queste prime pagine, il concetto di *Purpose*, fondamentale per combattere quello scetticismo (in alcuni casi addirittura cinismo) che anima spesso i membri di un’organizzazione che non intravedono un reale sforzo da parte della leadership aziendale verso gli obiettivi di sostenibilità dichiarati. In un suo lavoro, Serafeim (2020, p. 44) suggerisce infatti, che per rimediare a tale problema, il board “*must identify a corporate purpose and build a culture around it*”, così da creare quel senso di *commitment* a tutti i livelli dell’impresa, in grado di fare la differenza non soltanto da un punto di vista strategico ma anche operativo. Soltanto avendo una chiara visione della risposta alla domanda di senso

sull'esistenza dell'impresa, sarà possibile costruire una cultura aziendale permeante ogni aspetto dell'operatività di business e che faccia sentire i membri dell'organizzazione stessa partecipi della realizzazione di uno scopo più ampio della mera creazione di un prodotto/servizio.

Inoltre, nel passaggio dai primi stadi evolutivi di integrazione delle attività di CSR nella *corporate strategy*, a quelli successivi, caratterizzati da un approccio sistemico, è possibile notare una parallela metamorfosi della struttura organizzativa. La centralizzazione delle attività connesse al raggiungimento di obiettivi ESG è il processo che accompagna il trasferimento dall'approccio incentrato sui temi di *risk* e *compliance* a quello volto all'ottenimento di efficienze operative. Per poter implementare una visione sistemica alla CSR si rende invece necessario un opposto percorso di decentralizzazione delle attività ESG, finalizzato a responsabilizzare le singole *corporate function* o le diverse *business unit*, nel raggiungimento dei target prefissati. Il medesimo meccanismo si verifica anche nell'ambito del board stesso, dove, in un primo momento si è soliti individuare un *sustainability committee* a sé stante, per poi successivamente riallocare le responsabilità ad esso attribuite ai preesistenti membri del board.

Altro meccanismo utile nel portare avanti la transizione da un approccio centralizzato alla CSR ad uno decentralizzato, consiste nella definizione di obiettivi sfidanti da assegnare alle unità responsabili delle attività ESG ad essi correlati.

Step conclusivo del percorso verso una strategia sostenibile e differenziale rispetto ai competitor poggia sulla capacità dell'azienda di comunicare in maniera puntuale e trasparente con i propri investitori, così da creare un azionariato allineato con gli obiettivi strategici dell'impresa.

Se adeguatamente attuati, i passaggi sopra elencati consentiranno alle aziende di implementare una strategia in grado di produrre una duratura creazione di valore non soltanto per i propri *shareholders* ma per l'intero contesto socio-ambientale in cui esse operano.

Ad integrazione di quanto fin qui discusso, Ioannou e Serafeim (2021) approfondiscono il tema analizzando le condizioni che garantiscono alle imprese di *mantenere* il loro vantaggio competitivo attraverso una strategia competitiva basata sulla sostenibilità, in presenza di pressioni imitative da parte dei competitor.

Nel paper, gli autori riportano una progressiva e crescente convergenza intra- settoriale comune a quasi tutti i settori presi in esame dal campione, sottolineando che le azioni caratterizzate da una elevata regolamentazione sono quelle maggiormente destinate ad essere imitate (denominate pertanto *common actions*), mentre quelle caratterizzate da un elevato grado di novità (denominate invece *unique actions*) rendono più arduo per la concorrenza l'adozione di comportamenti imitativi. La ricerca evidenzia, infatti, come le *unique actions* siano positivamente associate a diverse misure di performance, mentre l'adozione di *common actions* non lo sia.

Diversi studi in letteratura hanno dimostrato che molteplici sono le modalità attraverso cui una differenziazione basata su strategie sostenibili può contribuire alla creazione di valore: migliore accesso al mercato dei capitali (Cheng, Ioannou e Serafeim, 2014; Ioannou e Serafeim, 2015), maggiore innovazione (Flammer e Kacperczyk, 2016), maggiore capacità di attrazione del capitale umano e coinvolgimento dei dipendenti (Dutton, Dukerich e Harquail, 1994; Edmans, 2011; Flammer e Luo, 2017), miglioramento della

reputazione ed aumento delle vendite (Luo e Bhattacharya, 2006; Du, Bhattacharya e Sen, 2011), più favorevole accesso ai mercati internazionali (Hawn, 2021), maggiore customer satisfaction (Bansal e Roth, 2000; Delmas e Pekovic, 2013; Hart, 1995; Russo e Fouts, 1997), migliore capacità di anticipare interventi regolatori (Baron, 2001; Maxwell, Lyon e Hackett, 2000).

Tuttavia, il grande contributo apportato dal lavoro di Ioannou e Serafeim (2021) è proprio quello di essere andato oltre la mera consapevolezza di una relazione tra strategie ESG e la loro capacità di creare un vantaggio competitivo, indagando quelle che sono le condizioni che consentono alle aziende di mantenere tale vantaggio competitivo, soprattutto in presenza di comportamenti imitativi (conoscenza che si rivelerà fondamentale ai fini del presente lavoro). Ciò che è importante sottolineare di tale studio è che, sebbene le pratiche ESG siano sempre più imitate all'interno delle varie *industry*, le aziende possono comunque essere in grado di proteggere il posizionamento differenziale rispetto alla concorrenza, intraprendendo azioni uniche, caratterizzate da un elevato grado di innovazione.

## 1.4 La ESG logic e le decisioni strategiche

Le scelte di *corporate strategy*, secondo uno degli approcci più diffusi (Campbell *et al.* 2014, p. 27) possono, infatti, essere prese tenendo in considerazione quattro logiche: *business logic*, *capital markets logic*, *added value logic*, *governance and compliance logic*. Tra queste logiche non è ricompresa la prospettiva della sostenibilità. Tale prospettiva viene recuperata nel cosiddetto “diamante della valutazione”, elaborato da Corbetta e Morosetti (2018), al fine di creare un efficace strumento di analisi e valutazione della *corporate strategy* stessa. Tra i cinque elementi valutativi utilizzati da tale modello è ricompreso infatti il criterio della “sostenibilità sociale e ambientale”. Quest’ultimo mira a tenere in esplicita considerazione, nel processo di analisi della *corporate strategy*, gli impatti che le decisioni strategiche delle aziende multibusiness hanno sul contesto socio-economico di riferimento.

Come sopra accennato, per poter integrare la dimensione della sostenibilità nell’ambito dei criteri di analisi della *corporate strategy* e sulla base dei contributi accademici sopra menzionati, è stato ritenuto funzionale sviluppare la presente matrice (Cfr. fig. 2) con l’obiettivo di tenere in esplicita considerazione gli aspetti legati alle tematiche ESG nella valutazione di un business, secondo quella che denominiamo *ESG logic*. Obiettivo della matrice è quello di comprendere se un business sia in grado di contribuire o meno alla ESG performance, così da integrare tale valutazione con le tradizionali logiche – *business logic e capital markets logic* – per fare scelte di portafoglio.

Ricordiamo che le scelte di portafoglio in ambito aziendale si riferiscono alla selezione e all’allocazione delle attività in cui l’azienda investirà le sue risorse (come ad esempio i prodotti, i servizi, i mercati o le business unit). Questa scelta è un elemento fondamentale della *corporate strategy* e deve tenere conto delle opportunità e delle sfide del mercato, nonché delle risorse e delle competenze dell’azienda.

Le scelte di portafoglio hanno l’obiettivo di massimizzare la creazione di valore per l’azienda e devono essere sviluppate in base a una serie di criteri, come ad esempio la crescita potenziale, la redditività, la stabilità e la rischiosità delle attività. L’azienda può scegliere di concentrarsi sulle attività che offrono le

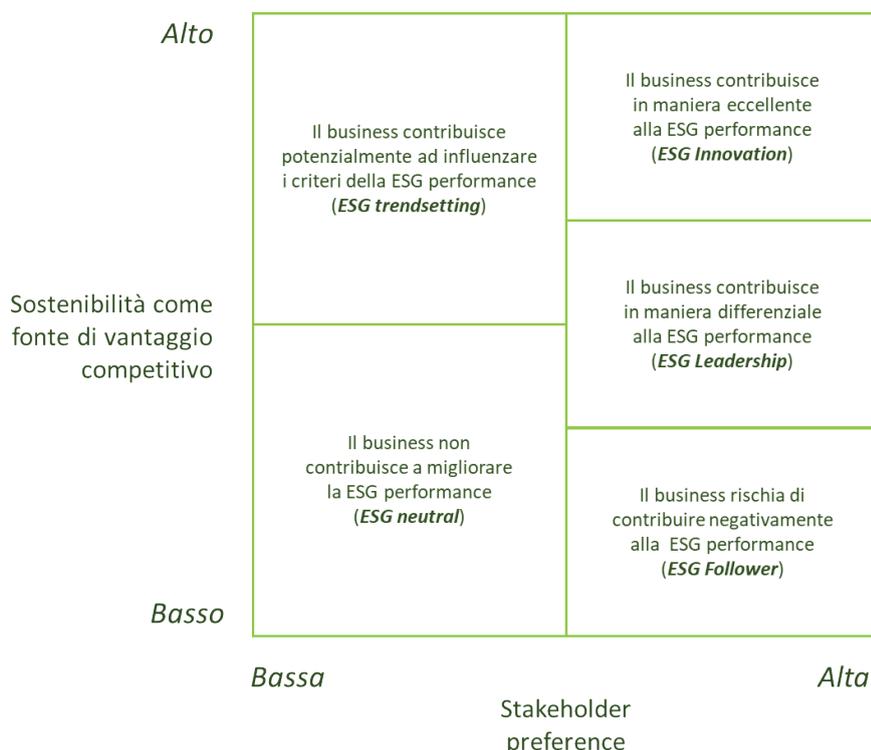
migliori opportunità di crescita e di profitto, o di diversificare il suo portafoglio per ridurre la dipendenza da un singolo mercato o prodotto.

In sintesi, le scelte di portafoglio concorrono a definire la strategia aziendale e a indirizzare le sue risorse verso le attività che offrono le migliori opportunità per il successo a lungo termine.

La matrice che viene proposta consente l'*assessment* di un business secondo due direttrici:

1. Il **grado di preferenza degli stakeholder** nei confronti del business;
2. La capacità della **sostenibilità** di contribuire alla creazione di un vantaggio competitivo.

**Figura 2. Matrice ESG Logic**



(Fonte: elaborazione personale)

La dimensione della **Stakeholder preference** è una componente esogena che indica la capacità di un business di incontrare le preferenze dei principali stakeholder aziendali sui temi di sostenibilità. Come criterio per valutare il grado di preferenza di un business rispetto agli stakeholder è possibile considerare l'impatto che questo ha nei confronti degli stakeholder rilevanti per l'azienda, come per esempio:

- Enti governativi: in base al favore normativo rispetto al business;
- Investitori: in virtù della capacità di un business di attrarre i capitali di investitori che usano i criteri ESG nella creazione dei portafogli di investimento;
- Agenzie di rating: sulla base del contributo che il business apporta alla formulazione dello score ESG;
- Clienti: a seconda della percezione che i consumatori hanno del livello di sostenibilità del business, che impatta sulle relative preferenze e sull'immagine aziendale.

Sarà il management a valutare quali siano gli stakeholder rilevanti per la singola azienda (si veda quanto detto *supra* - Donaldson e Preston, 1995) e quale sia il peso da attribuire a ciascuno di essi.

La dimensione della **Sostenibilità come fonte di vantaggio competitivo** indica il contributo che la sostenibilità del business è potenzialmente in grado di apportare alla creazione di un vantaggio competitivo. Il livello - *alto, medio, basso* – di tale contributo poggia sul *grado di innovazione sostenibile del business model adottato*.

Dalla combinazione di queste due dimensioni, emergono cinque possibili esiti:

1. **ESG Innovation**: appartengono a questa categoria i business che rappresentano le *best practice* di settore in virtù del loro *business model* innovativo e sostenibile, utilizzato per soddisfare le esigenze prioritarie degli stakeholder aziendali;
2. **ESG leadership**: configura i business che, se presidiati in maniera differenziale o anticipatamente rispetto alla concorrenza, contribuiscono ad una elevata percezione di sostenibilità, data l'importanza del tema ESG connessa a tale business;
3. **ESG Follower**: rappresenta i business che se presidiati con approccio imitativo rispetto alla concorrenza, rischiano di contribuire negativamente alla performance ESG aziendale a causa della grande attenzione posta da parte degli stakeholder;
4. **ESG trend-setting**: sono i business che, sebbene attualmente non altamente rilevanti ai fini ESG, se presidiati in maniera originale con un approccio sostenibile, contribuiscono ad una forte differenziazione, potenzialmente innescando un processo di accrescimento della rilevanza per gli stakeholder del tema ESG ad essi associato;
5. **ESG neutral**: sono quei business che non influiscono sulla ESG performance in virtù dello scarso impatto socio-ambientale delle attività aziendali e al conseguente *business model* adottato.

Alla luce delle possibili definizioni di un business sopra elencate, è possibile leggere la matrice non solo in maniera statica, andando a collocare nei cinque quadranti i business presenti nel portafoglio aziendale o quelli di potenziale interesse, ma anche in maniera dinamica, leggendo nei cinque quadranti le varie fasi di sviluppo di un business rispetto alle tematiche ESG (secondo il concetto di “*dynamic materiality*”, v. *supra*): in un primo momento infatti, un determinato business può apparentemente manifestare una scarsa rilevanza dei temi ESG ad esso collegati; tuttavia, ciò che in un determinato momento non è ritenuto rilevante dai principali attori del panorama ESG, quali istituzioni governative, standard setter e agenzie di rating, può diventarlo in un secondo momento, eventualmente proprio come conseguenza del fatto che talune aziende investono le proprie risorse in tale business; questo processo porterà quelle aziende che per prime vi hanno investito con approccio innovativo e orientato alla sostenibilità, a configurare le *best practices* di settore. La creazione di un nuovo standard aprirà dunque degli spazi anche ad altre aziende per entrare nel business in maniera differenziale, assumendo comunque una posizione di leadership nel settore. Infine, la crescente rilevanza attribuita al tema da parte degli stakeholder, porterà anche altre aziende a cercare di penetrare il business al fine di allinearsi tanto alle nuove eventuali normative quanto anche con finalità reputazionali e finanziarie.



## II. Misurazione e reporting delle performance di sostenibilità

### 2.1 La misurazione del *Corporate Purpose*

La repentina crescita dell'interesse nei confronti del *Purpose* e della sua relazione con le aspettative degli *shareholder* e *stakeholder*, la ridefinizione dei confini dell'impresa e più in generale l'impatto che questa ha sul contesto che la circonda, hanno portato alla nascita di numerose iniziative volte ad individuare i dati e i sistemi di misurazione che permettano alle aziende di allineare le loro pratiche al *Corporate Purpose* e al generale tema della sostenibilità.

Come sopra accennato, il problema che è emerso a riguardo non è stata una mancanza quanto piuttosto una sovrabbondanza di iniziative (spesso incoerenti tra loro) lanciate con tale scopo e che hanno contribuito ad alimentare uno scenario di grande confusione, generando ulteriori costi per le imprese nel processo di implementazione.

Quattro sono le categorie di attori maggiormente interessati ad un armonioso sviluppo di tali sistemi di misurazione del *Purpose*:

- il *board*, che definisce strategie, alloca risorse e incentiva i dipendenti proprio mediante misure di performance;
- i *middle-manager*, i quali prendono decisioni di investimento ed implementano progetti sulla base di specifici KPIs;
- gli *investitori istituzionali*, che allocano i loro capitali e monitorano i loro portafogli tenendo in primaria considerazione il rispetto di determinati standard di performance;
- gli *enti regolatori* che tentano di allineare il *corporate behavior* con l'interesse pubblico servendosi di tali meccanismi di misurazione (Eccles *et al.*, 2021).

A questi si aggiungono tutti gli altri *stakeholder*, in cui sono ricompresi clienti, fornitori, partner commerciali, comunità locali, ecc., che possono nutrire interessi di vario genere nei confronti dell'impresa.

Ormai è evidente che i sistemi tradizionali di misurazione e reportistica delle prestazioni aziendali non siano in grado di adempiere a queste nuove necessità di business, incapaci di tener conto di tutti gli elementi non prettamente economico-finanziari. Proprio la concezione stessa di impresa, come entità figlia dei rapporti contrattuali che intrattiene con terze parti, ne rende impossibile estendere la visione al di là dei componenti di reddito e del patrimonio aziendale come misurato dai principi contabili, come i cosiddetti *international accounting standard*<sup>2</sup>. Non vengono pertanto presi in esame, per esempio, tutti i costi di mantenimento di quegli *asset* che l'azienda non possiede formalmente sulla base di un contratto, ma da cui di fatto dipende; o ancora, non tiene in considerazione quelle forme di *liabilities* che non la vedono legalmente obbligata nei confronti di un soggetto terzo, ma che sono oggetto di responsabilità dell'impresa.

<sup>2</sup> Gli International Accounting Standards (IAS) sono standard contabili, che definiscono principi e regole per la redazione dei bilanci d'esercizio (financial accounts) emessi a partire dal 1973 dall'International Accounting Standards Committee (IASC). Gli IAS sono stati sostituiti a partire 2001 dagli International Financial Reporting Standards (IFRS). Gli IFRS sono attualmente emessi dallo International Accounting Standards Board (IASB).

Tale scenario è ciò che ha portato Barby *et al.* (2021) a delineare un modello a tre step, in grado di misurare la performance aziendale dei business *purpose-driven*, utilizzabile sia da parte del top management che di stakeholder esterni, inclusi investitori ed enti regolatori.

Il modello proposto si pone l'obiettivo di allineare i sistemi di misurazione delle performance degli impatti di un business con la strategia aziendale attraverso i seguenti tre passaggi:

- scelta dei “motivi” (*Motives*): riguarda lo scopo di un'azienda, i suoi obiettivi di lungo periodo, nonché i valori attraverso cui intende raggiungerli;
- definizione delle “metriche” (*Metrics*): mediante la creazione di un sistema di misurazione delle attività svolte dall'azienda;
- valorizzazione in termini monetari (*Money*) delle dimensioni non strettamente finanziarie.

Il primo stadio si sostanzia nella definizione delle scelte strategiche dell'organizzazione, declinabili lungo quattro dimensioni: *purpose*, *mission*, *vision* e *valori*. La Enacting Purpose Initiative (EPI)<sup>3</sup> suggerisce infatti, che gli organi di governance aziendale apicali dovrebbero:

- definire il *purpose*: spiegando perché l'organizzazione esiste e i problemi che questa ambisce a risolvere;
- stabilire la *mission*: esplicitando cosa l'organizzazione intende fare per perseguire il suo purpose ed impostando la corporate strategy;
- determinare la *vision*: indicando lo scenario ideale che l'azienda intende raggiungere mediante il perseguimento del suo purpose - *what success looks like* (Wachtell *et al.*, 2020);
- scegliere i *valori*: definendo la cultura organizzativa (Shein, 1996) e i principi che ispirano il comportamento organizzativo.

Sulla base dei motivi scelti, il secondo passaggio consiste nell'identificazione di un coerente sistema di “metriche” (*Metrics*), ossia nella scelta degli indicatori che permettono di monitorare la realizzazione del *purpose*. Il sistema degli indicatori include misurazioni che riguardano quattro principali aree:

- *inputs*: cosa l'azienda usa per espletare le proprie attività in termini di risorse umane, sociali, naturali, fisiche e finanziarie;
- *outputs*: cosa l'azienda produce;
- *outcomes*: i cambiamenti apportati dalle attività aziendali;
- *impatti*: gli effetti causati al benessere dei soggetti con cui l'azienda interagisce, come clienti, dipendenti, fornitori e la società e l'ambiente in senso ampio.

Tali metriche, quando necessario, dovrebbero infine essere tradotte in valori finanziari attraverso un procedimento di conversione monetaria (step 3 - *Money*). Questo passaggio è importante per

<sup>3</sup> La EPI nasce dalla partnership tra University of Oxford, University of California Berkeley, BCG Bright House, EOS at Federated Hermes e la British Academy.

favorire i processi decisionali afferenti all’allocazione delle risorse da parte del management e degli investimenti da parte degli investitori.

Due sono gli approcci suggeriti per quantificare monetariamente gli indicatori operativi di performance:

- *Entreprise cost-based accounting approach*: è un processo di valorizzazione della performance non finanziaria, che assume la prospettiva interna dell’impresa. Infatti, se il *traditional cost-based accounting approach* si limita ad associare specifiche componenti positive e negative reddituali e patrimoniali agli input e output generati dall’impresa, il modello in esame tiene in considerazione anche dei componenti negativi che l’azienda deve sostenere per rimediare ai danni che causa alla comunità di riferimento così come i componenti positivi associati ai benefici che è in grado di apportare. L’azienda dovrebbe pertanto monitorare i costi che dovrebbe sostenere per rimediare a quelle sue attività a detrimento delle risorse umane, sociali e naturali con cui interferisce, portandoli a deduzione del reddito di esercizio che è in grado di generare. Allo stesso modo, qualora l’azienda dovesse sostenere degli investimenti pluriennali in grado di apportare benefici a vantaggio della comunità, è giusto che rendiconti tali asset alla stregua di normali *capital expenditure* all’interno del suo Stato Patrimoniale;
- *Societal valuation-based approach*: è un metodo che cerca di attribuire un valore monetario agli impatti che l’azienda genera sulla società e sull’ambiente (mediante una prospettiva esterna). Per farlo, questo secondo approccio cerca di attribuire un valore alle dimensioni non finanziarie basandosi su prezzi di mercato monitorabili; come per esempio il prezzo dei *carbon credits* per convertire in termini monetari le emissioni di CO2 prodotte, il valore delle polizze assicurative per coprire determinati danni, o ancora i risultati di inchieste di mercato in grado di stimare il valore che le persone attribuiscono a taluni tipi di danni e benefici, qualora dati di mercato non siano esplicitamente disponibili. In questo modo è possibile individuare dei moltiplicatori con cui attribuire un valore alle diverse attività non finanziarie intraprese dall’azienda nel perseguimento del proprio *Purpose*.

I tre step del modello illustrato – *motives, metrics, money* – possono altresì essere utilizzati per catalogare le più rinomate iniziative che si sono susseguite tanto nell’accademia che nella pratica, con l’obiettivo di contribuire allo sviluppo di armoniosi sistemi di misurazione del *Purpose*.

Alla prima categoria dei “motivi” è possibile associare iniziative come quella portata avanti dalla già menzionata EPI, il “Davos Manifesto” sviluppato dal World Economic Forum (WEF), o ancora il “Principles for Purposeful Business” della British Academy.

È tuttavia il tema delle “metriche” quello rispetto al quale si sono concentrati i maggiori sforzi, con la nascita di numerosi *standard setter* con focus diversi (per una descrizione dettagliata si veda il par. 2.3); taluni sistemi di misurazione assumono una prospettiva prettamente orientata agli investitori, altri prediligono un approccio più ampio rivolgendosi agli stakeholder in senso ampio, mentre altri ancora si soffermano su specifiche sottocategorie.

Infine, numerose sono anche le iniziative nate con l’obiettivo di quantificare in termini *monetari* la ESG performance, secondo i due macro approcci sopra delineati - *cost-accounting* e *valuation approach*: alla

prima categoria appartengono le iniziative della Said Business School (*Economics of Mutuality* e *Rethinking Performance Initiative*) e la *Value Balancing Alliance*; mentre il *valuation approach* è stato affrontato dalla *Impact-Weighted Accounts Initiative* (IWAI), nato dalla collaborazione di Global Steering Group for Impact Investment, Impact Management Project e Harvard Business School.

## 2.2 I report sulla sostenibilità

Avendo in mente il percorso logico illustrato nel paragrafo precedente, che parte dalla definizione del *Purpose* fino ad arrivare allo sviluppo di coerenti sistemi di KPIs, preferibilmente valorizzabili finanziariamente, è a questo punto lecito chiedersi dunque attraverso *quali strumenti* l'azienda sia chiamata a comunicare queste informazioni e contestualmente *come* e *cosa* comunicare.

Le aziende comunicano la sostenibilità attraverso una serie di strumenti e canali di comunicazione, sia interni che esterni. Alcuni dei principali strumenti e canali utilizzati sono:

- *rapporti di sostenibilità*: i rapporti di sostenibilità sono documenti formali in cui le aziende comunicano i loro impatti ambientali, sociali e di governance. Questi rapporti sono spesso basati sulle linee guida dei vari standard setter precedentemente citati;
- *siti web aziendali*: molte aziende includono sezioni dedicate alla sostenibilità sui loro siti web, dove pubblicano informazioni sulle proprie attività e impegni in questo ambito;
- *social media*: i social media sono diventati un canale di comunicazione sempre più importante per le aziende, anche per quanto riguarda la sostenibilità. Le aziende possono utilizzare i propri profili sui social media per condividere notizie, informazioni e aggiornamenti sulla loro attività sostenibile;
- *eventi e conferenze*: le aziende partecipano spesso ad eventi e conferenze sulla sostenibilità per presentare le loro attività e le loro iniziative;
- *etichette e certificazioni*: molte aziende utilizzano etichette e certificazioni per comunicare la sostenibilità dei loro prodotti. Ad esempio, alcune aziende utilizzano l'etichetta "biologico" per indicare che i loro prodotti sono stati coltivati senza l'uso di pesticidi o fertilizzanti chimici.

In generale, le aziende comunicano la sostenibilità attraverso una combinazione di questi strumenti e canali, al fine di raggiungere un pubblico più ampio e di garantire una maggiore trasparenza e responsabilità riguardo alle proprie attività sostenibili.

Rispetto all'economia del presente lavoro, ci si concentrerà sul "report di sostenibilità", in quanto è, come detto, il documento formale con cui le imprese comunicano la loro performance ESG, ma non essendo standardizzato risulta interessante confrontare l'evoluzione nel tempo di tale documento tra aziende dello stesso settore o tra aziende di settori diversi.

Risulta utile rifarsi al contributo apportato da Stroehle e Murthy (2019) che hanno raccolto quanto emerso durante l'OIR, per illustrare i più diffusi framework di *non-financial accounting e sustainability reporting* esistenti al giorno d'oggi.

Con riferimento agli strumenti di *disclosure* a disposizione delle aziende, è possibile affermare che nella pratica esistono due grandi categorie di *sustainability reporting*:

- **Sustainability Report**: è un report annuale indirizzato agli investitori e agli stakeholder esterni all'impresa. Descrive, tramite un approccio prevalentemente qualitativo, le iniziative e i progetti in tema di sostenibilità ambientale e sociale posti in essere dall'azienda durante l'esercizio di riferimento;
- **Integrated Report**: è un report indirizzato a tutte le categorie di stakeholder e al management stesso, in quanto evidenzia le interdipendenze esistenti tra le diverse forme di capitale (finanziario e non) nel processo di creazione di valore. La comprensione di tali interdipendenze si propone come necessaria per guidare la *corporate strategy* e creare una cultura di *integrated thinking*<sup>4</sup>.

Indipendentemente dalla tipologia di report che l'azienda riterrà più opportuno da utilizzare, nevralgiche sono le decisioni circa il contenuto da dare al report, sia da un punto di vista strutturale (*Come organizzo le informazioni?*) che sostanziale (*Cosa comunico? Quali metriche adotto?*). A tale scopo esiste un'ampia varietà di framework e standard che sono nati con l'obiettivo di dare risposta soltanto ad una o ad entrambe le dimensioni.

Tra questi è possibile citare i seguenti modelli teorici, che vanno da una minore ad una maggiore integrazione di misure quantitative:

- a) **Triple Bottom Line**: è un modello che illustra la performance aziendale lungo tre dimensioni: ambientale, sociale ed economica. Quantifica in valori assoluti l'impatto socio-ambientale dell'impresa attraverso criteri di misurazione specifici (come, per esempio, le emissioni di CO<sub>2</sub>) e di natura operativa o non finanziaria;
- b) **Impact Valuation**: è una tecnica utilizzata per misurare gli impatti ambientali e sociali dell'azienda in termini monetari, senza che però questi valori vengano usati per modificare i financial statement. Il procedimento richiede, in primo luogo, la misurazione di tali impatti sulla base di sistemi di misurazione non finanziari, per poi moltiplicare questi valori per un coefficiente di valutazione derivato da esistenti prezzi di mercato o sulla base dei costi che gli effetti che le azioni oggetto di misurazione hanno sulla società;
- c) **Integrated Profit & Loss accounting (Integrated P&L)**: è una versione del conto economico o *Profit & Loss statement* che tiene in considerazione anche dell'impatto ambientale e sociale che questa genera a monte e a valle della sua catena del valore, quantificato attraverso un processo simile a quello descritto con riferimento all'*Impact Valuation*;
- d) **Mutual Profit and Loss statement (Mutual P&L)**: è un sistema di reporting frutto dell'applicazione di una tecnica *cost-based* finalizzata a tenere in considerazione le forme di capitale non finanziario nelle scelte di investimento aziendali, a livello di singoli progetti. In questo modo i progetti di successo contribuiscono ad incrementare tanto il capitale finanziario che quello non finanziario sia a

<sup>4</sup> L'*integrated thinking* rappresenta l'attitudine a considerare le relazioni tra le diverse tipologie di capitale di cui un'organizzazione si serve e su cui ha un impatto. Tale approccio è finalizzato a permettere di prendere decisioni che tengano in considerazione una più ampia concezione di creazione, distruzione e preservazione di valore, nel breve, medio e lungo termine.

livello di singolo progetto che a livello aziendale, di fatto integrando i capitali non finanziari nella rendicontazione aziendale mediante un approccio bottom-up.

A questi modelli teorici si vanno ad aggiungere una serie di framework e standard sviluppati da varie organizzazioni private e istituzionali, nate con l'obiettivo di supportare le aziende nel processo di rendicontazione della *disclosure* di sostenibilità. Questi modelli, in virtù della grande importanza che ricoprono nel panorama della reportistica ESG, sono più approfonditamente descritti nel paragrafo successivo.

## 2.3 I principali framework e standard

Al fine di poter stabilire una relazione tra la performance ESG, nelle modalità attraverso cui questa è misurata e valutata, e la *portfolio strategy* delle aziende multibusiness, è necessario, a questo punto del lavoro, fornire una panoramica dei sistemi sviluppati dai più diffusi *standard setter*, su cui le aziende hanno basato fin oggi la reportistica della loro performance ESG.

I sistemi di standard più diffusi sono riferibili ai seguenti organismi internazionali:

- i. *Global Reporting Initiative* (GRI);
- ii. *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB);
- iii. *International Integrated Reporting Council* (IIRC);
- iv. *World Economic Forum* (WEF);
- v. *Task Force on Climate-related Financial Disclosure* (TCFD);
- vi. *Climate Disclosure Standard Board* (CDSB).

Vediamo nel dettaglio i differenti sistemi di standard:

### *i. Global Reporting Initiative standards*

I *GRI standards* sono un sistema modulare di standard interconnessi che supportano le organizzazioni nel riportare, a tutti i loro stakeholder, l'impatto sulle dimensioni ESG delle loro attività di business. Tre sono le macrocategorie di standard in base alle quali è strutturato il processo di rendicontazione, da integrare all'interno del report di sostenibilità delle imprese: *GRI Universal Standards* che si applicano indifferentemente a tutte le organizzazioni; i *GRI Sector Standards*, a cui le aziende di uno specifico settore possono fare riferimento e i *GRI Topic Standards*, ognuno dedicato a particolari argomenti di *disclosure* quali biodiversità, lavoro minorile, salute pubblica, ecc. A farne uso sono abilitate tutte le tipologie di organizzazioni, di grandi e piccole dimensioni, pubbliche e private e di ogni settore o area geografica. In questo modo è possibile consentire un'adeguata comparabilità della reportistica nel tempo e tra aziende diverse. Le aziende che intendono servirsi di questo sistema possono dunque decidere quali moduli, afferenti alle tre macrocategorie sopra citate, adottare, in base al tipo di informativa che ognuno di questi richiede.

I *GRI Universal Standards* - composti da tre sottocategorie (i moduli) di standards (*Foundation*, *General Disclosure* e *Material Topics*) - stabiliscono, innanzitutto, di indicare il *purpose* del sistema GRI, spiegandone

l'utilizzo e i criteri da rispettare per poter adottare tale criterio di reportistica; indicano, inoltre, i principi - accuratezza, equilibrio e verificabilità - su cui si fonda l'intero framework. Nell'ambito di questa categoria le aziende devono anche fornire una *overview* generale dell'impresa, comprensiva di governance, strategia e della sua struttura generale, così da fornire un primo inquadramento dell'organizzazione. Infine, il terzo modulo dei *GRI Universal Standards* richiede che vengano divulgati gli step attraverso cui l'organizzazione determina i temi ESG di maggiore rilevanza, nonché i temi ritenuti materiali da parte del management.

I *GRI Sector Standards* racchiudono invece 40 moduli, ciascuno dei quali descrive il sistema di *performance measurement* suggerito per la reportistica ESG specifica di un dato settore. Questi standard riflettono in qualche modo le aspettative di un ampio range di stakeholder riguardanti il modo in cui l'azienda decide di gestire i più comunitemi di sostenibilità legati al settore in esame.

I *GRI Topic Standards*, infine, contengono una serie di moduli che coprono argomenti specifici di *disclosure*. Alcuni esempi possono essere considerati gli standard sulla salute e sicurezza dei dipendenti, quelli sulla preservazione della biodiversità ecc. In questo modo un'azienda che abbia ritenuto materiali taluni temi che non siano stati adeguatamente coperti dai *Sector Standards* del proprio settore di riferimento, potrà ricorrere al sistema di misurazione suggerito per rendicontare riguardo uno specifico tema oggetto di interesse.

## *ii. Sustainability Accounting Standard Board*

Il SASB ha sviluppato 77 *industry-specific* standard di misurazione della performance ESG, con l'obiettivo di fornire un tipo di informativa diretta agli investitori sui temi di materialità finanziaria specifici di ciascun settore individuato.

L'uso di questo framework, al pari del precedente, è volontario, così come libera è la scelta degli standard e dei temi ritenuti materiali per l'azienda. Può essere integrato nell'ambito di un *sustainability report*, di un *integrated report* o anche all'interno dell'*annual report*.

Gli standard sono stati disegnati in modo tale da identificare un set minimo di temi di sostenibilità in grado di impattare, con una certa probabilità, la performance operativa e finanziaria di un'azienda tipica di un dato settore. Essi includono:

- i temi oggetto di *disclosure*: gli argomenti ESG che sono potenzialmente in grado di avere degli effetti sul business e dunque considerati materiali;
- le metriche di contabilità: i criteri di misurazione quantitativa e/o qualitativa finalizzate a misurare la performance ESG di ciascun tema;
- i protocolli tecnici: gli strumenti utili per guidare le terze parti interessate alla comprensione del report, fornendo un supporto riguardo le definizioni, lo scopo, l'implementazione, la compilazione e la presentazione del report;
- le metriche delle attività di business: metriche che, combinate con quelle contabili, sono in grado di fare emergere l'impatto di un business o di una data attività rispetto alle dimensioni dell'azienda.

### *iii. International Integrated Reporting Council*

Il contributo dello IIRC esula in parte dai sistemi di *performance measurement* visti finora, in quanto scopo del progetto è quello di fornire un framework di un report (<IR> Framework) che sia in grado di far emergere come le relazioni che intercorrono tra strategia, governance e performance, nell'ambito del più ampio contesto socio-ambientale in cui opera l'impresa, contribuiscono alla creazione, preservazione o erosione di valore nel breve, medio e lungo termine. Sebbene dunque tale contributo non sia strettamente legato al tema della performance ESG, si è ritenuto comunque di grande importanza fornire una overview generale della sua struttura per due ordini di motivi: da un lato il modello sviluppato dallo IIRC rappresenta una esemplificazione di quanto sopra affermato con riferimento ai due strumenti di reportistica di sostenibilità a disposizione delle imprese, dall'altro fornisce un ulteriore strumento di analisi nella comprensione dei casi studio.

Il framework si compone di otto elementi interrelati tra di loro e in parte sovrapponibili:

- Overview dell'organizzazione e dell'ambiente esterno in cui opera fornendo informazioni circa il purpose, la mission e la vision aziendali, la cultura organizzativa e i valori sottostanti, la struttura proprietaria, il panorama competitivo e il posizionamento dell'impresa lungo la catena del valore. In questa sezione è suggerito quantificare alcune dimensioni come il numero deidipendenti, i ricavi, il numero di paesi in cui l'azienda opera ecc.;
- Governance, in termini di composizione e della sua capacità di creare valore, indicando la struttura della leadership (in termini di genere, competenze e background), il sistema di remunerazione e di incentivi legati alla creazione di valore a seconda dei diversi orizzonti temporali, le responsabilità del top management ecc.;
- Business model, illustrando gli inputs e le attività attraverso cui l'impresa genera valore, così come i relativi *outputs* e *outcomes*;
- Rischi e opportunità che inficiano la capacità dell'organizzazione di operare e come questi vengono gestiti da parte del management, nonché la loro probabilità di manifestazione e la magnitudine degli effetti;
- Strategia ed allocazione delle risorse, comunicando gli obiettivi di breve, medio e lungo termine e i criteri utilizzati per misurarli;
- Performance, esplicitando quantitativamente e qualitativamente il livello raggiunto dall'azienda nel perseguimento dei suoi obiettivi strategici;
- Outlook, informando gli stakeholder sulle sfide e incertezze che l'organizzazione si trova a dover affrontare e le implicazioni per il suo business model;
- Basi della presentazione, indicando il modo in cui l'azienda determina i temi rilevanti da includere all'interno della presentazione e il relativo processo di valutazione.

Lo <IR> Framework non prevede pertanto specifici KPIs o criteri di misurazione, invitando i fruitori di questo modello a servirsi dei contributi offerti da altri standard setter specializzati in tale ambito nell'individuazione dei temi materiali per l'azienda e i relativi metodi di valutazione.

Si ritiene infine interessante ricordare che nel novembre 2020, il SASB e lo IIRC hanno annunciato la loro fusione con la costituzione di una nuova organizzazione, la Value Reporting Foundation (VRF). Questo dato evidenzia ancora una volta il percorso che da tempo sta portando sempre più ad una progressiva omologazione degli standard di performance ESG. “*The merger is a response to global market demands for convergence among standard setters and an intensification of efforts to advance a global solution for comprehensive reporting.*” (schwery.com, SASB and IIRC Merge - Schwery).

#### *iv. World Economic Forum: Measuring Stakeholder Capitalism*

Il sistema ideato dal WEF, pubblicato nel settembre 2020, si compone di 21 metriche *core* e ulteriori 34 integrabili, distribuite lungo quattro macro-temi: Persone, Pianeta, Prosperità e Principi di Governance. Nell’ambito del tema Persone, gli argomenti ritenuti rilevanti sono legati a: dignità ed uguaglianza, salute e benessere, sviluppo delle competenze. A titolo esemplificativo è possibile citare la percentuale di dipendenti per categoria come metrica finalizzata a fornire informazioni sulle politiche di diversità ed inclusione, o le ore di training per dipendente per misurare l’attenzione dell’azienda alla crescita professionale del proprio personale.

Nella categoria Pianeta sono ascrivibili i temi legati a: inquinamento dell’aria e dell’acqua, cambiamento climatico, consumo di acqua e risorse, preservazione della natura e gestione degli sprechi. Esempio classico delle metriche usate per monitorare queste dimensioni sono il numero di emissioni di gas a effetto serra.

Il tema della Prosperità comprende misure connesse a: comunità, occupazione, innovazione e creazione di ricchezza. Tra i modi per quantificare l’impegno dell’azienda verso tali tematiche vi è per esempio l’*economic value generated and distributed* (EVG&D) che misura l’impatto diretto dell’impresa sulla economia locale attraverso i prodotti e servizi offerti, il pagamento degli stipendi, le tasse ecc.

Infine, i temi di Governance coperti dal WEF fanno riferimento a: comportamento etico, purpose, qualità del board, rischi ed opportunità e coinvolgimento degli stakeholder. Ne è un esempio la percentuale di membri del board che ha ricevuto un training sulle politiche anticorruzione dell’organizzazione.

#### *v. Task Force on Climate-related Financial Disclosure*

Fondata dal Financial Stability Board (FSB)<sup>5</sup>, la TCFD nasce con il proposito di supportare le aziende nel fornire una esaustiva informativa ambientale direzionata ai principali attori del panorama finanziario quali *asset manager*, banche e compagnie assicurative, interessati a prezzare i rischi e le opportunità materiali che la transizione verso una *low-carbon economy* porta con sé.

La TCFD ha sviluppato un framework che poggia su quattro aree tematiche: Governance, Strategia, *Risk Management*, Metriche e Target.

<sup>5</sup> Il FSB è un’organizzazione internazionale preposta al monitoraggio e alla promozione della stabilità finanziaria, mediante la coordinazione tra le autorità finanziarie e gli standard setter nello sviluppo di politiche coerenti tra i diversi paesi.

Per ognuno di questi elementi l'approccio suggerito dalla TCFD consiste nell'evidenziare gli effetti causati dal cambiamento climatico. Dunque, lo scopo è quello di fornire informazioni su come la governance si è adattata in funzione dell'esigenza di tenere in primaria considerazione le sfide portate dall'aumento della temperatura media globale, quali sono i rischi e le opportunità strategiche che tali sfide aprono, il modo in cui i rischi sono identificati e in ultima istanza valutati sulla base di specifiche metriche.

*vi. Climate Disclosure Standard Board*

Un breve cenno sul lavoro svolto da parte del Climate Disclosure Project (CDP), mediante la creazione del CDSB, considerando che, a partire dal 31 gennaio 2022, è stato consolidato con l'IFRS per lo sviluppo dello standard unico da parte dello ISSB (v. *infra* par. 2.5). Anche qui, come nel contributo precedente, il focus è orientato ad un tipo di informativa prevalentemente ambientale.

I *requirements* predisposti per rendicontare la performance di sostenibilità aziendale in coerenza con il framework in questione sono:

- informazioni riguardo alla strategia e alle politiche sociali e ambientali dell'organizzazione;
- informazioni riguardo i risultati e la performance di sostenibilità;
- informazioni riguardo agli scenari di sviluppo socio-ambientale individuati dal management;
- informazioni sulle modalità di preparazione e presentazione della reportistica di sostenibilità;
- informazioni sul grado di conformità rispetto al framework CDSB stesso.

## **2.4 La normativa sulla disclosure non finanziaria nell'Unione Europea e negli Stati Uniti**

Dal punto di vista delle norme che regolano la reportistica ESG è interessante richiamare brevemente quanto previsto a livello europeo e nord-americano.

Per quanto riguarda l'Unione Europea, "*EU law requires certain large companies to disclose information on the way they operate and manage social and environmental challenges.*" (European Commission, 2022).

La normativa vigente in materia è quella delineata dalla Direttiva 2014/95/EU, anche chiamata **Non-Financial Reporting Directive** (NFRD). Quest'ultima afferma che sono tenute a pubblicare *non-financial reporting* quelle aziende di pubblico interesse con più di 500 dipendenti, includendo: aziende quotate, banche, aziende assicurative ed altre aziende ritenute da autorità nazionali "entità di pubblico interesse".

Il tipo di informativa richiesta riguarda:

- temi ambientali;
- temi sociali e trattamento dei dipendenti;
- rispetto dei diritti umani;
- anticorruzione e concussione;
- diversità del board (in termini di età, genere, background educativo e professionale).

Tuttavia, la normativa in corso non prevede specifici standard framework da seguire nel processo di misurazione e rendicontazione, limitandosi a fornire delle linee guida non obbligatorie, dando libertà alle aziende di seguire anche altri modelli sviluppati a livello internazionale o nazionale.

In prospettiva, la normativa è destinata a cambiare. Infatti, in data 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha emanato la proposta di una nuova direttiva in tema di sostenibilità, che andrà ad emendare la normativa vigente: la **Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)**. Scopo di questa nuova iniziativa è quello di estendere il raggio di azione della reportistica di sostenibilità a tutte le aziende di grandi dimensioni e tutte le aziende quotate su mercati regolamentati (ad eccezione delle microimprese). A questo si aggiunge anche la volontà di richiedere un processo di revisione dell'informativa riportata.

La direttiva in esame si propone, inoltre, a differenza di quella precedente, di introdurre e rendere obbligatorio un tipo di reportistica più dettagliata, in linea con gli *EU sustainability reporting standards* (il primo set di standard è entrato in vigore da ottobre 2022).

Tali standard sono in corso di sviluppo da parte dell'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) e poggiano proprio sul contributo delle iniziative di standardizzazione della reportistica ESG, come quella posta in essere dallo International Sustainability Standard Board (v. infra, par 2.5).

Interesse della Commissione è, infatti, quello di fornire un sistema che sia allineato non soltanto a livello europeo, coerentemente con le ambizioni dell'*European Green Deal* e della *EU taxonomy*<sup>6</sup>, ma globale; per farlo gli standard europei ambiscono ad incorporare gli elementi essenziali dei framework sviluppati internazionalmente attraverso una cooperazione bilaterale con gli organi interessati.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il 21 marzo 2022 la Securities and Exchange Commission (SEC) americana ha emesso una **nuova proposta di regolamento** che espande e arricchisce i criteri di *disclosure* relativi alla performance ESG delle *public companies*, con particolare focus sull'informativa legata al cambiamento climatico.

*“The proposed rules would require information about a registrant’s climate-related risks that are reasonably likely to have a material impact on its business, results of operations, or financial condition. The required information about climate-related risks would also include disclosure of a registrant’s greenhouse gas emissions, which have become a commonly used metric to assess a registrant’s exposure to such risks. In addition, under the proposed rules, certain climate-related financial metrics would be required in a registrant’s audited financial statements.”* (SEC, 2022, p. 1).

L'informativa richiesta dovrà essere fornita periodicamente all'interno dei report annuali e riguarderà:

- la governance dei rischi legati al cambiamento climatico;
- il modo in cui tali rischi sono identificati dall'azienda e hanno avuto, o potenzialmente potrebbero avere, un impatto materiale sulle attività di business e la performance finanziaria, nel breve, medio e lungo termine;

<sup>6</sup> L'EU taxonomy è un sistema di classificazione che stabilisce una lista di attività economiche sostenibili da un punto di vista ambientale. Lo scopo è quello di favorire e indirizzare gli investimenti sostenibili e facilitare l'implementazione dell'European Green Deal.

- gli impatti che i rischi climatici hanno avuto, o potenzialmente potrebbero avere, sulla strategia d'impresa, sul suo business model e sulle prospettive future;
- le conseguenze finanziarie subite da specifiche voci dei financial statement, o dalle ipotesi su cui si basano, causate da eventi climatici (come per esempio, incendi, allagamenti degli impianti, ecc.)
- la comunicazione di un “Climate transition plan”, eventualmente definito dall'azienda, con cui far fronte al cambiamento climatico. Questo dovrebbe includere il target di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e la strategia, anche in termini di business model adottato, che l'azienda intende perseguire nel raggiungimento di tale obiettivo. Per condividerlo opportunamente, la SEC richiede alle aziende di fornire delle metriche monitorabili, comprensive di proiezioni finanziarie degli impatti dovuti agli sforzi economici da mettere in atto durante la transizione, così come l'eventuale descrizione di un potenziale scenario di fallimento nel raggiungimento del target;
- i valori assoluti delle emissioni di CO2 dirette (*Scope 1*), indirette (*Scope 2*) e lungo la *value-chain* entro cui opera l'azienda, sia a valle che a monte (*Scope 3*) - la *disclosure* di queste ultime è richiesta solo se ritenuta materiale per il business o se le emissioni *Scope 3* sono incluse nel *climate transition plan*.

Come è possibile evincere dalla descrizione di questo nuovo regolamento atteso dalle *public companies* registrate presso la SEC, l'ente regolamentare del mercato americano è principalmente orientato all'informativa ambientale, piuttosto che a tutte e tre le dimensioni ESG, e sulla *single materiality*, richiedendo la divulgazione soltanto di quelle informazioni che possano supportare gli investitori a comprendere l'impatto del *climate-change* sulla gestione operativa e strategica dell'impresa, senza considerare gli impatti che le attività di business dell'azienda possono avere sull'ambiente e sulla società. In questi due aspetti consistono le principali differenze tra il sistema di misurazione e rendicontazione della performance ESG americano ed europeo, mettendo in luce due sensibilità diverse sul tema, con un ruolo conseguentemente diverso che i due attori - la SEC da un lato, e la Commissione Europea dall'altro - andranno a ricoprire nella definizione dei futuri standard globali.

## 2.5 L'impegno verso uno standard unico

Come più volte ribadito nel corso del presente lavoro, alla luce delle molteplici iniziative illustrate nel par. 2.3, è ormai evidente che il panorama dei sistemi di misurazione della performance ESG si dimostri quanto mai variegato e complesso; di qui la crescente esigenza di uniformare tali sistemi, con l'obiettivo di facilitare tanto le aziende nel processo di monitoraggio e rendicontazione delle loro pratiche di sostenibilità, quanto i soggetti direttamente interessati al contenuto di tale reportistica, quali investitori, enti governativi, ecc. Per comprenderne i motivi basti immaginare un sistema contabile in cui ogni azienda sia libera di scegliere come contabilizzare i propri ricavi o ammortizzare i propri *asset*, scegliendo il criterio da adottare tra un ventaglio di possibili alternative a seconda delle proprie necessità comunicative (Eccles e Mirchandani, 2022). Questo è ciò

che è accaduto fino ad oggi con riferimento alla performance ESG. Lo spartiacque rispetto a questo scenario variegato e disomogeneo sopra descritto si è verificato in occasione del COP 26.

Durante il summit tenutosi in data 3 novembre 2021, l'International Financial Reporting Standard (IFRS) Foundation Trustees si è formalmente impegnato nello sviluppo di un unico standard per la reportistica della performance ESG agli investitori. Questo percorso ha portato alla nascita di un nuovo standard board - International Sustainability Standard Board (ISSB) - che poggerà sul contributo apportato da alcuni tra i più diffusi sistemi di reportistica ESG sin qui sviluppati: Value Reporting Foundation (frutto della fusione tra SASB e IIRC), Climate Disclosure Standard Board (CDSB), Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) e Stakeholder Capitalism Metrics sviluppate dal World Economic Forum (WEF).

Inevitabilmente la possibilità di accedere alla proprietà intellettuale sviluppata da un ventaglio così ampio e prestigioso di organizzazioni internazionali faciliterà il nascente standard board nella creazione di un nuovo framework molto più rapidamente di quanto avvenuto in passato con la standardizzazione dei principi contabili. Al tempo stesso proprio la necessità di dover conciliare istanze e modelli differenti potrebbe potenzialmente rivelarsi un ostacolo al rapido sviluppo di un framework unico. Inoltre, altro tema che merita di essere tenuto in considerazione è il costo a cui dovranno andare incontro le aziende per riadattarsi ad un nuovo sistema sulla *disclosure* ESG, che ne potrebbe limitare la diffusione. Infine, un ultimo elemento da monitorare sarà il modo in cui il lavoro svolto dallo ISSB andrà ad integrarsi con i paralleli programmi istituzionali portati avanti dalla SEC e dalla Commissione Europea. A tal proposito, è bene considerare infatti che lo ISSB si propone di supportare il lavoro svolto dalla Securities and Exchange Commission (SEC) americana e dall'Unione Europea. Tuttavia, il tipo di informativa che il nuovo standard setter si è proposto di garantire è quella basata sul concetto di “*single materiality*”, ovvero quella orientata prettamente a soddisfare gli investitori, in linea con quanto richiesto dalla SEC. Al contrario la CSRD della Commissione Europea predilige il concetto di “*double materiality*”, includendo, in aggiunta alle precedenti, quel tipo di informazioni che, sebbene non rilevanti ai fini valutativi da un punto di vista finanziario, sono comunque richieste da altre categorie di stakeholder.

L'idea di base è pertanto quella che entrambe la SEC e l'EFRAG (l'autorità che, come sopra descritto, è incaricata di sviluppare gli standard di reportistica europei), usufruiscano del nuovo sistema che verrà sviluppato dallo ISSB per fornire un'adeguata e omogenea informativa agli investitori, salvo poi integrare, da parte dei sistemi UE, le informazioni mancanti servendosi di quei framework di misurazione della performance ESG orientati ad un più ampio spettro di stakeholder (come, per esempio, il framework proposto da GRI).

Qualora poi, riprendendo il concetto sopra esposto di “*dynamic materiality*”, talune informazioni, dapprima non rilevanti ai fini finanziari, dovessero assumere importanza anche agli occhi degli investitori (un esempio è il tema del *climate-change* e i suoi impatti sul mondo del business), queste diventerebbero oggetto di attenzione dello ISSB nella definizione di opportune metriche di reportistica.



## III. Rating ESG

### 3.1 La varietà di rating ESG: principali determinanti

“ESG ratings are evaluations of a company based on a comparative assessment of their quality, standard or performance on environmental, social or governance issues”. (SustainAbility, 2018, p. 4). Scopo degli ESG rating è quello di fornire agli investitori uno strumento attraverso cui valutare la performance di sostenibilità delle imprese, nonché i rischi e le opportunità materiali che questa porta con sé. Negli ultimi anni, infatti, è cresciuto esponenzialmente l’interesse che il settore finanziario ha mostrato nei confronti di questo nuovo sistema di *scoring* della performance non finanziaria delle aziende, al punto che, come afferma MacMahon “today nearly all large institutional investors utilize ESG research to some degree. That’s because recognition is growing that this data has real value and can drive better investment outcomes” (MacMahon, 2020).

Inoltre, le valutazioni offerte dalle agenzie di rating assumono una grande rilevanza non solo esterna, ma anche interna all’azienda stessa in quanto, secondo un report prodotto dalle Nazioni Unite e da Accenture (United Nations Global Compact e Accenture Strategy, 2019), circa l’80% dei CEO tiene conto dei rating di sostenibilità con finalità di *guidance* e *benchmarking*.

Le agenzie di rating tipicamente basano le loro valutazioni su informazioni disponibili pubblicamente, come quelle contenute all’interno dei report di sostenibilità, oppure in alcuni casi, inviando questionari alle imprese oggetto di valutazione, richiedendo di fornire dati con riferimento a determinate metriche ESG. Conseguenza di tale processo di formulazione del rating è un’inevitabile asimmetria tra i diversi score che riflette la medesima disomogeneità che contraddistingue il sistema di misurazione e reportistica della performance ESG descritto nel capitolo precedente. Uno studio decisamente interessante sul tema è quello proposto da Berg *et al.* (2022) che investiga le ragioni che portano alle divergenze, spesso anche molto significative, negli output prodotti dalle principali agenzie di rating. Per farsi un’idea dello scenario attuale, basti pensare che il campione composto dai cinque principali *rater* ESG, utilizzato da Berg *et al.* (2022) ai fini del presente studio, evidenzia una correlazione media tra i loro score di 0.61, con un range che va da 0.42 a 0.73; comparando questi risultati con la correlazione di 0.99 che invece lega i rating di credito delle agenzie Moody’s e Standard & Poor, ci si rende immediatamente conto della distanza dello stato attuale dei rating ESG rispetto ad un livello di allineamento tra score ideale, come quello che caratterizza oggi il più maturo sistema del rating creditizio. Nella misura in cui la convergenza tra rating è indicativa di una maggiore credibilità del giudizio espresso, tre sono le principali conseguenze che derivano dall’assenza di omogeneità nell’ambito del rating di sostenibilità: innanzitutto, la ESG performance difficilmente è riflessa adeguatamente nei corsi azionari e delle obbligazioni, a causa della complessità che gli investitori riscontrano nell’integrare tali informazioni all’interno dei loro strumenti di valutazione; infatti, Fama e French (2007) affermano che gli investitori possono influenzare il prezzo di un asset solo quando una frazione piuttosto ampia del mercato dimostra di avere determinate e uniformi preferenze non finanziarie. Dunque, per quanto la volontà di integrare la performance ESG da parte degli investitori sia condivisa, la

manca di uniformità nei rating rende impossibile un allineamento nelle loro scelte di investimento tale da impattare ultimamente sull'andamento del titolo; seconda conseguenza, ancora più grave, è il senso di frustrazione che il caos attorno a questi temi genera per le aziende stesse, disincentivandole a migliorare la loro performance di sostenibilità, dal momento che non riescono a comprendere quali azioni sono tenute maggiormente in considerazione e apprezzate dal mercato; infine, gli autori considerano come terza conseguenza, l'impatto che la divergenza tra rating genera anche nel campo della ricerca.

Nell'indagare le ragioni di tale problematico disallineamento, Berg *et al.* (2022) individuano due dimensioni legate, da un lato alla definizione del set di ESG performance che le diverse agenzie di rating considerano, dall'altro al modo in cui queste misurano la ESG performance. Queste due dimensioni possono essere ampliate in tre distinte fonti di divergenza:

- *scope divergence*, che consiste nella diversità di attributi della performance di sostenibilità che vengono presi in considerazione nella costruzione del rating. Per esempio, un'agenzia di rating, nel valutare la performance ambientale di una data azienda, potrebbe prendere in considerazione fattori quali le emissioni di CO<sub>2</sub>, mentre un'altra decidere di basare il proprio giudizio sul riciclo delle materie prime;
- *weight divergence*, che a parità di attributi presi in esame tra due diverse agenzie di rating, scaturisce dall'applicazione di un'importanza relativa differente ai vari attributi. Riprendendo l'esempio precedente, è possibile immaginare uno scenario in cui le due agenzie abbiano entrambe preso in considerazione i due attributi di emissioni e riciclo dei materiali ma l'una abbia attribuito un peso maggiore al primo attributo rispetto a quanto fatto dall'altra;
- *measurement divergence*, che fa riferimento alla situazione per cui *rater* diversi usano criteri di misurazione differenti. Un esempio è quello della misurazione delle politiche di *diversity* aziendali che potrebbero essere misurate tanto mediante il frazionamento della forza lavoro all'interno delle varie categorie d'interesse, oppure mediante il numero di promozioni concesse a vantaggio di determinate minoranze durante l'esercizio di riferimento.

L'analisi condotta dimostra che in media le differenze di misurazione spiegano il 53% delle divergenze, le differenze nell'attribuzione del peso ai diversi attributi il 3%, mentre il restante 44% è spiegato dai diversi approcci nella selezione degli attributi. Dunque, è possibile affermare che i vari *rater* sono in disaccordo tanto sui criteri adottati per misurare la performance ESG quanto sulla definizione di performance ESG stessa.

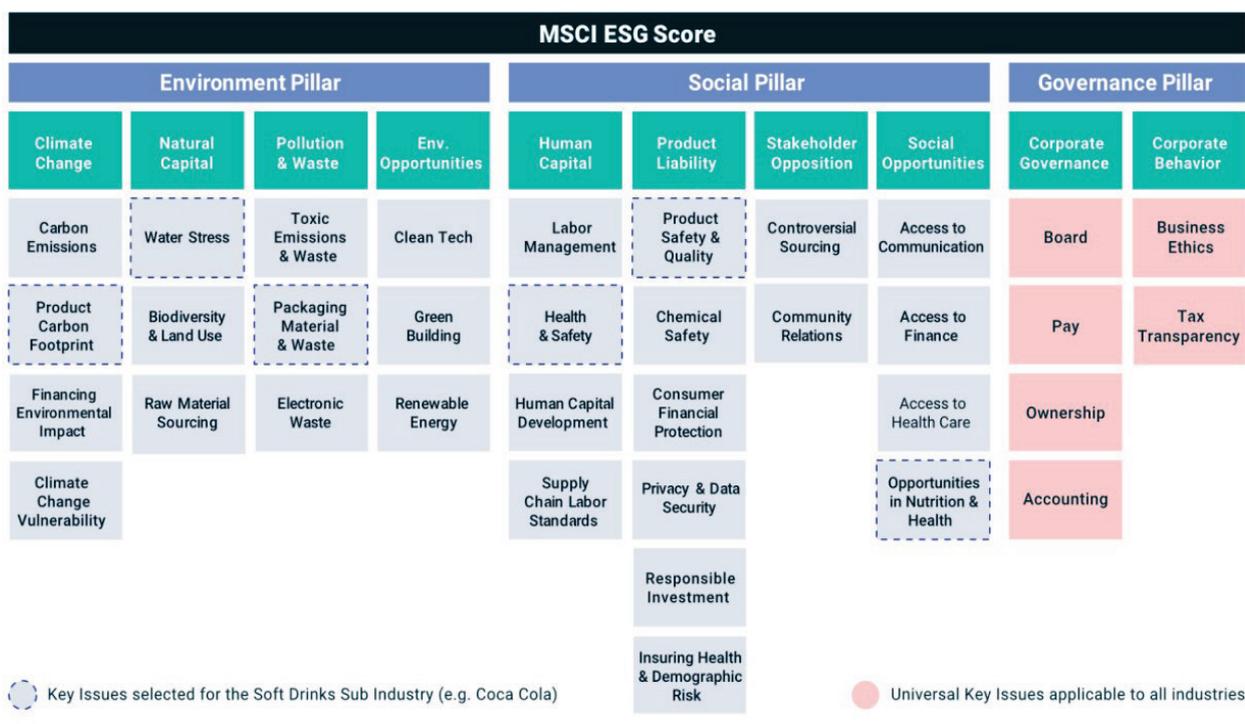
Quanto emerso da questa ricerca ha enormi implicazioni per le aziende e l'industria del rating, aprendo a nuovi scenari di sviluppo assimilabili a quelli che stanno attualmente coinvolgendo il panorama della reportistica ESG. La strada è quella di un progressivo allineamento, eventualmente realizzabile mediante operazioni di consolidamento tra le agenzie di rating, e attraverso un maggiore *engagement* delle aziende nella formulazione degli standard utilizzati nella costruzione dei rating stessi.

### 3.2 Il caso esemplificativo MSCI vs Sustainalytics

Fra i più affermati *rater* in materia ESG spiccano le società MSCI e Sustainalytics. L'analisi dei loro sistemi di rating è utile per studiare come si comportano le imprese oggetto di rating.

Il sistema di rating disegnato da MSCI è finalizzato a produrre degli score di performance ESG che tengano conto della resilienza di un'azienda ai rischi (e opportunità) di sostenibilità di lungo periodo in un dato settore e rilevanti da un punto di vista materiale. In particolare, valuta sia l'esposizione a tali rischi che la capacità del management nel gestirli, producendo così degli score che vanno da "AAA, AA" per indicare i leader ESG di settore, fino a "B, CCC" con riferimento ai *worst performer*, passando per un punteggio intermedio nel range "A, BBB, BB". Questi giudizi non vanno tuttavia letti in termini assoluti ma relativamente agli altri *industry peers*. Il procedimento adottato da MSCI nella costruzione dei rating parte da un primo step di selezione dei temi rilevanti nell'ambito di un dato settore, scelti tra 35 "key issue" di sostenibilità (Cfr. fig. 3).

Figura 3. MSCI ESG Ratings Key Issue Framework



(Fonte: MSCI website)

Tali temi possono essere ulteriormente filtrati/integrati, in linea con l'approccio *company-specific* adottato da MSCI, nel tentativo di tenere in considerazione anche fattori quali le linee di business, i processi produttivi utilizzati e le regioni in cui un'azienda opera.

Una volta individuati e selezionati, questi vengono poi pesati a seconda del contributo che si ritiene apportino alla formulazione dello score finale. Più specificamente, per quanto riguarda i fattori *Environmental* e *Social*, il peso viene determinato mediante l'utilizzo di una matrice che da un lato valuta il contributo del settore a cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione rispetto al problema considerato, dall'altro il *time frame* entro cui ci si aspetta che si manifestino le opportunità e rischi associati a tale tema. Ne consegue che

verranno pesati maggiormente quelle problematiche di cui il settore ha importanti responsabilità e i cui effetti sono attesi nel breve termine (< 2 anni). Con riferimento al pilastro della *Governance*, invece, il peso minimo ad esso attribuito è del 33%, incrementabile a seconda del giudizio sul contributo (alto/medio) della *corporate governance* e del *corporate behavior* nel lungo termine.

Per valutare poi la performance delle singole aziende relativamente ai vari temi ESG, MSCI si serve di numerosi fonti informative, catalogabili in tre gruppi:

- macro-dati reperiti attraverso dataset accademici, governativi o di NGO;
- *disclosure* aziendale, in primis attraverso l'analisi del sustainability report, nonché dati raccolti attraverso la somministrazione di questionari;
- media e altri stakeholder.

I dati raccolti sono utilizzati per misurare l'*esposizione* e la *gestione* dei rischi e delle opportunità ESG dell'azienda. Con riferimento ai primi, la performance sarà valutata positivamente quando un alto livello di esposizione è adeguatamente controbilanciato da un'elevata attenzione e capacità di gestione da parte del management; così è accettata anche una scarsa apprensione del management qualora l'*esposizione* sia modesta.

In maniera simile funziona anche il meccanismo di valutazione delle opportunità: in questo caso il termine "esposizione" fa riferimento alla rilevanza di un'opportunità alla luce del posizionamento strategico e geografico dell'azienda, mentre il management viene valutato sulla capacità di trarne vantaggio. Così, partendo da uno score medio in assenza di rilevanti opportunità, questo potrà migliorare o peggiorare notevolmente seconda della reazione del management di fronte a nuove opportunità emergenti.

In sintesi, un *Weighted Average Key Issue Score* viene emesso sulla base della performance ESG dell'azienda rispetto alle dimensioni di analisi e al loro peso relativo alla luce del settore di riferimento. Tale score è poi aggiustato, attraverso un processo di normalizzazione, relativamente agli altri competitor (*Industry-Adjusted Score* (IAS)), e infine convertito in un rating letterale.

Il sistema di rating ESG proposto da **Sustainalytics**, invece, fornisce agli investitori un *punteggio* complessivo dell'azienda, basato sulla valutazione di quanto l'esposizione ai rischi derivanti da una scarsa performance ESG, non è adeguatamente gestita da parte del management. Dunque, maggiore è la porzione di rischio non gestito, peggiore è la ESG performance dell'impresa e più elevato sarà lo score del rating ESG; ne segue che obiettivo del management rispetto a tale sistema di rating è quello di conseguire un punteggio quanto più basso possibile, indice di una buona gestione dei rischi legati alla sostenibilità dell'impresa.

Il processo di rating ESG in esame parte dalla definizione di 20 *material ESG issues* (MEIs). Ad ogni settore (tra i 138 individuati) viene associata una combinazione di 10 soltanto dei possibili MEIs (quelli relativi alla Governance sono tuttavia applicati indiscriminatamente a tutti i settori). Tale processo può essere ulteriormente affinato a livello di singola azienda, qualora i temi ESG selezionati per il settore di appartenenza, non riflettano adeguatamente la performance di sostenibilità dell'azienda: è possibile dunque rimuovere/aggiungere determinate dimensioni, così come modificarne il peso attribuito a ciascuno (*issue beta*).

Una volta individuato il settore di riferimento di un'azienda, selezionati gli appropriati temi materiali ESG, eventualmente calibrati per la singola azienda, il rating ESG è il risultato che scaturisce dalla somma

degli *unmanaged risks* - calcolati come differenza tra *l'exposure* e i *managed risk* - per ognuno dei MEIs attribuiti all'azienda.

L'esposizione si riferisce alla misura in cui un'azienda è esposta a diversi problemi ESG sostanziali. Il punteggio di esposizione prende in considerazione fattori specifici del settore e dell'azienda come il suo modello di business.

La gestione si riferisce al modo in cui un'azienda gestisce i propri problemi ESG rilevanti. Il giudizio sulla gestione si basa sulla solidità dei programmi, delle pratiche edelle politiche ESG di un'azienda.

Ogni azienda oggetto di valutazione è, infine, inserita in una delle cinque categorie di rischio - Trascurabile, Basso, Medio, Alto e Acuto - che sintetizzano il livello degli impatti finanziariamente materiali dovuti ai fattori ESG.

Quanto emerge dal benchmarking dei due modelli di rating sopra illustrati, è una evidente differenza nell'approccio:

- nella focalizzazione: il primo è centrato sia sui rischi che sulle opportunità ESG mentre il secondo soltanto sulla componente di rischio;
- nella tipologia di output: letterale nel primo caso e numerico nel secondo;
- nella definizione del perimetro di analisi: 35 i *Key material issue* individuati da MSCI mentre 20 i *Material ESG issue* selezionati da Sustainalytics;
- nella procedura di calcolo.

Tra le affinità è invece possibile annoverare la tendenza ad applicare in maniera indiscriminata *cross-industry* i temi legati alla governance, l'adozione di una metodologia *company-specific*, la definizione del concetto di rischio come combinazione dell'esposizione e della capacità di gestione del management e il ricorso alla medesima combinazione di fonti informative.

### 3.3 La “corporate response” al rating ESG

L'abbondanza di iniziative, spesso in contraddizione tra loro, che circonda il panorama del rating ESG, come sopra accennato, ha portato ad una conseguente disomogeneità anche nelle reazioni da parte delle aziende oggetto di valutazione. Clementino e Perkins (2020) hanno approfondito il tema mediante uno studio del mercato italiano, cercando di comprendere come le imprese reagiscono ai rating ESG e i fattori che ne influenzano la risposta. Gli autori, in particolare, hanno individuato quattro tipologie di reazioni: *active e passive conformity*, *active e passive resistance*. Sono diversi i contributi della letteratura che giustificano le dinamiche di conformità rispetto al tema del rating (non necessariamente ESG), affermando che “*organisations adapt to principles, values and criteria embedded in ratings and ranking measures.*” (Espeland e Sauder, 2007). Secondo gli autori, infatti, sebbene le entità oggetto di valutazione possano mostrare, in talune circostanze, un certo scetticismo verso i sistemi di rating, tendono tuttavia a reagire ad essi. Tale reattività deriva dalla convinzione che i processi decisionali degli stakeholder esterni (come, per esempio, quello degli investitori), siano influenzati dal modo in cui l'organizzazione reagisce rispetto ad

essi. Questo innesca dei meccanismi di riflessione e anticipazione dettati dall'aspettativa di prospettive positive per l'organizzazione che potrebbero scaturire da un collocamento più alto nella graduatoria del rating, così come dal timore di ripercussioni negative in caso di punteggio sfavorevole. Secondo questa visione, le aziende dovrebbero portare grande attenzione al modo in cui i rating vengono costruiti, in modo tale da allocare risorse in quelle aree che maggiormente influenzano lo score.

Un ulteriore filone della letteratura che supporta le teorie della conformità al rating è quello del nuovo istituzionalismo. Secondo questo approccio (Di Maggio e Powell, 1983), infatti, le organizzazioni tendono a diventare sempre più isomorfe (e dunque simili) nel tempo, come conseguenza dello sviluppo di nuove norme e pratiche istituzionalizzate (quelle che spesso vengono denominate con il termine *best practices*). Le agenzie di rating, di fatto, contribuiscono con il loro lavoro alla definizione di questi comportamenti attesi, inducendo le aziende ad allinearsi ad essi.

A questa visione tendenzialmente passiva della *corporate response* ai rating ESG è possibile integrare un approccio maggiormente proattivo da parte delle imprese. Secondo questo filone di studi (Pedersen e Gwozdz, 2014), piuttosto che semplicemente adattarsi ad una tendenza sociale, le aziende possono far leva su emergenti trend istituzionali per raggiungere i propri obiettivi strategici. Così, certe aziende “*may seek to leverage the benefits of positively engaging with CSR, seeking out opportunities by going beyond institutionalised expectations*” (Clementino e Perkins, 2020, p. 383). Sforzi attivi in questa direzione possono contribuire a rafforzare la reputazione aziendale e il suo livello di differenziazione strategica, mediante degli score positivi negli ESG rating diventando di fatto “*sustainability leader*” (Clementino e Perkins, 2020, p. 386).

Sul versante opposto degli studi del *corporate behavior* rispetto alle valutazioni delle agenzie di rating si collocano i contributi finalizzati a spiegare la nascita di comportamenti di resistenza da parte delle imprese. Tali atteggiamenti possono essere compresi considerando l'impatto negativo che valutazioni poco favorevoli possono causare all'organizzazione e alle persone che vi lavorano (Sauder e Espeland, 2009); oppure tenendo in considerazione il costo da sostenere per il mantenimento o il miglioramento degli score (Tamimi e Sebastianelli, 2017). La volontà di resistere al meccanismo del rating è ciò che porta in talune circostanze al fenomeno del “*gaming*” del rating (Espeland e Sauder, 2007, p. 29), che nell'ambito del panorama ESG potremmo associare al concetto di *greenwashing*. In questo approccio, rientrano tutti quei comportamenti orientati ad incidere sulla dimensione apparente dei sistemi di valutazione senza intervenire realmente sulle condizioni sottostanti che le determinano, al puro scopo di rispettare le richieste dei *rater*.

Dopo aver compreso le motivazioni che stanno alla base delle scelte di conformità e resistenza ai rating, risulta spontaneo chiedersi perché alcune organizzazioni propendano per atteggiamenti orientati alla prima categoria mentre altre verso la seconda. Anche qui la letteratura fornisce alcuni spunti interessanti, sintetizzabili in quattro tipologie di fattori. Un primo fattore è rappresentato dalle pressioni che l'azienda riceve dagli stakeholder (Donaldson e Preston, 1995), nella misura in cui il management deve prioritizzare gli interessi di coloro che hanno un maggior controllo delle risorse critiche per il successo dell'azienda. Ne segue che qualora il management percepisse che una determinata categoria di stakeholder chiave valuti particolarmente la sua performance ESG, automaticamente sarebbe tenuto ad attribuire primaria importanza ai rating utilizzati per misurarla. Secondo fattore è quello legato ai valori del management stesso, che

orientano la cultura organizzativa anche nei confronti delle valutazioni esterne e dei metodi adoperati. Ancora, anche una diversa disponibilità di risorse, in primis finanziaria, potrebbe giustificare una diversa propensione ai sistemi di rating (Campbell, 2007). Questo spiegherebbe perché spesso sono proprio le aziende di maggiori dimensioni ad intraprendere politiche di sostenibilità più aggressive, collegate ad una maggiore capacità di *disclosure*. Infine, un'ulteriore variabile in grado di influenzare l'atteggiamento delle imprese è rappresentata dal livello di ESG score di partenza dell'impresa oggetto di valutazione: l'idea di fondo è che un posizionamento negativo attragga maggiori attenzioni da parte degli stakeholder, esercitando maggiori pressioni nei confronti dell'azienda, che si sentirà così maggiormente incentivata ad avere atteggiamenti reattivi rispetto alle agenzie di rating, così da tentare di migliorare il proprio score.

Sulla base dei fondamenti teorici sopra discussi è ora possibile comprendere le quattro dinamiche individuate da Clementino e Perkins (2020) come possibile *corporate response* agli ESG rating. Coloro che rientrano nella categoria della *passive conformity* affermano che la loro risposta agli score delle agenzie di rating si sostanzia prevalentemente in azioni centrate sulla comunicazione e reporting, ritenendo che il principale strumento attraverso cui soddisfare le richieste dei *rater* sia quello di allineare l'informativa contenuta nei bilanci di sostenibilità con le misure utilizzate per costruire lo score. Tra le motivazioni addotte per questo tipo di approccio è possibile citare innanzitutto la volontà di attrarre gli investitori e di allinearsi rispetto agli standard di settore, qualora altri diretti competitor dell'impresa siano anch'essi oggetto di valutazione da parte della medesima agenzia di rating.

Alla categoria dell'*active conformity* sono ascrivibili invece quelle aziende che adottano una serie di contromisure al rating ricevuto: miglioramento della reportistica, mediante per esempio l'inserimento di personale specializzato sui temi della sostenibilità; cambiamenti organizzativi interni, come la creazione di gruppi di lavoro focalizzati sulla risoluzione dei problemi delle aree che hanno mostrato una scarsa ESG performance; istituzione di meccanismi di incentivazione, tipicamente rivolti al senior management e agli *executives*, con bonus legati al raggiungimento di determinati score per le principali agenzie di rating; creazione di maggiore *awareness*, spostando il focus della strategia di sostenibilità verso argomenti precedentemente ignorati; approccio costruttivo di apprendimento, approfondendo la conoscenza delle *best practices* sui temi evidenziati dalle agenzie di rating; benchmarking, confrontando la performance aziendale con quella dei principali competitor al fine di identificare le aree di miglioramento; implementazione di politiche, legate per esempio al *climate-change*, alla *diversity* o ai temi di tassazione.

Spostando l'attenzione sul versante opposto delle resistenze ai meccanismi di valutazione del rating, ci si trova in presenza di resistenza passiva allorché le aziende decidano esplicitamente di ignorare il parere fornito dalle agenzie di rating, nella convinzione che il costo nel rispondere alle diverse agenzie di rating nel tentativo di migliorare la propria performance ESG non ne valga la pena. Spesso questo stadio è caratterizzato da una presa di coscienza da parte delle imprese che giustificano una mancata reazione sulla base di divergenze tra le priorità dell'azienda e i criteri utilizzati dai *rater* per valutarle.

Infine, appartengono al gruppo della resistenza attiva quelle aziende che decidono di non apportare modifiche al business come conseguenza dei rating ricevuti in quanto non ritengono tali cambiamenti coerenti con gli obiettivi strategici dell'impresa; tuttavia, a differenza della categoria precedente, esse

mostrano comunque un certo livello di coinvolgimento nel dialogo con le agenzie che le valutano, nel tentativo di influenzarne le metodologie di misurazione. Questo spesso avviene mediante il ricorso ad attività di lobbying, realizzate con il supporto di alleanze con altri soggetti interessati ad essere valutati su temi ritenuti di maggiore materialità per le aziende appartenenti ad un determinato settore. Altro approccio adoperato dalle aziende appartenenti a questa categoria è quello di reindirizzare le risorse destinate alla comunicazione ESG ad un rapporto diretto con i team ESG degli investitori, senza passare per l'intermediazione delle agenzie di rating.

I risultati dello studio condotto da Clementino e Perkins (2020) sul mercato italiano, mostrano come circa la metà dei casi analizzati abbia adottato meccanismi di risposta al rating riconducibili alla categoria dell'*active conformity*, mentre la restante parte sia distribuita piuttosto equamente tra le restanti tre tipologie di *coporate beahvior*.

## IV. Casi aziendali a confronto

### 4.1 Metodologia di ricerca e casi di studio

In linea con la metodologia illustrata nel paper “*Building Theories from Case Study Research*” (Eisenhardt, 1989), l’approccio utilizzato nel presente lavoro per rispondere alle domande di ricerca è quello dei casi studio, che è molto utile per investigare, da un punto di vista qualitativo, un’eventuale relazione tra le scelte di *portfolio strategy* delle aziende multibusiness e la loro ESG performance.

Operativamente, sono stati seguiti tre step:

1. analisi del tipo di performance che gli standard setter ESG raccomandano di misurare e riportare agli stakeholder mediante i loro framework;
2. studio della reportistica di sostenibilità delle aziende prese in esame, con un focus specifico sulle pratiche riportate e sulle relative motivazioni strategiche comunicate, nonché sull’evoluzione nel tempo della reportistica stessa;
3. comparazione dei casi studio.

Attraverso questo processo di analisi sarà possibile far emergere il legame tra la performance ESG richiesta dai principali attori del panorama ESG (standard setter e agenzie di rating) e le decisioni relative alla performance effettivamente riportata e implementata dalle aziende.

Come accennato, ad essere oggetto di analisi saranno le aziende operanti nel settore del tabacco, in virtù della interessante trasformazione che il settore sta attraversando. Tale fenomeno ben si presta, infatti, ad illustrare come la crescente rilevanza attribuita alle tematiche socio-ambientali (la salute pubblica nel caso specifico) possa influenzare le scelte di investimento delle imprese del settore. Più in particolare, il campione di aziende di cui viene valutata la performance ESG e la relativa modalità di rendicontazione sono: **Philip Morris International, Altria Group, British American Tobacco, Imperial Brands, Japan Tobacco**. Prese congiuntamente queste aziende costituiscono una forma di oligopolio, nella misura in cui detengono una *market share* pari a circa il 50% del mercato del tabacco (Statista: Tobacco Products Report, 2020, p. 29), nonché il 90% della quota realisticamente analizzabile; bisogna considerare infatti, che il 44% del mercato totale del tabacco è rappresentato dal mercato cinese, monopolio controllato dalla China National Tobacco Corporation (CNTC), un’azienda statale che ingloba sotto il suo ombrello una serie di coltivatori di tabacco e produttori di sigarette locali. Ne consegue l’impossibilità ad avere accesso ad una eventuale *disclosure* di sostenibilità. Contestualmente, la diversa sensibilità normativa ai temi di sostenibilità, esistente tra le varie regioni geografiche, ha reso ulteriormente necessario scegliere un campione di aziende che fosse in grado di coprire un ampio spettro territoriale.

A formare il materiale di analisi sono dunque:

- i framework di reportistica ESG su cui le aziende del settore del tabacco dichiarano di basare la loro reportistica;
- la *disclosure* di sostenibilità pubblicata dalle aziende oggetto di analisi;

- un'intervista condotta con un ex Managing Director di Philip Morris International.

Dei primi sono state analizzate le relative metriche e raccomandazioni, con particolare focus su quelle afferenti alla dimensione sociale. Della *disclosure* di sostenibilità è invece stata studiata l'evoluzione temporale per singolo caso studio, sia da un punto di vista formale, mediante un'analisi dei modelli di reportistica adottati e della struttura ad essi attribuita, che sostanziale, attraverso uno studio qualitativo dell'evoluzione della strategia corporate comunicata. Per ciascuna azienda e per ogni periodo temporale di analisi (le annualità considerate variano a seconda dell'azienda e l'arco temporale più ampio va dal 2009 al 2022), sono stati riportati: il titolo del documento di *disclosure*, il numero di pagine, gli standard setter utilizzati, i rating e i riconoscimenti citati, i macro-argomenti di *disclosure* e la presenza o meno di un sistema di metriche quantitativo in grado di misurare la performance ESG. Infine, ove presenti, sono stati evidenziati gli attuali criteri di misurazione della performance di sostenibilità rispetto al tema della *product safety*, dal momento che si è ritenuto essere questa la dimensione che maggiormente possa avere un impatto sulle scelte di allocazione di capitale tra i diversi business.

A questo punto è bene sottolineare che il fine del lavoro non è quello di comprenderne e come la ESG performance sia influenzata dai framework e dai sistemi di rating adoperati (tema ampiamente coperto dalla letteratura esistente), ma più in particolare se e come, la volontà di raggiungere determinati livelli di ESG performance, influenzi le scelte di *portfolio strategy* (tema invece ancora poco trattato dall'accademia). Per tali motivi, i due passaggi sopra illustrati, saranno affrontati in modo tale da evidenziare, per ciascuna delle due dimensioni di analisi – ESG standard e *disclosure* aziendale - unicamente quegli aspetti che si ritiene siano legati alla scelta di portafoglio delle aziende operanti nel settore del tabacco, di disinvestire dal business delle sigarette classiche e di allocare al tempo stesso maggiori risorse verso il business dei cosiddetti prodotti *smoke-free*. Dunque, nelle seguenti pagine non verranno riportate tutte le metriche che gli standard setter suggeriscono di adottare alle aziende del tabacco, come per esempio le emissioni di CO2 o il consumo di acqua; questo poiché hanno a che vedere con delle scelte che si sostanziano in attività che non hanno alcun impatto sulla *portfolio strategy*, limitandosi ad avere degli effetti sull'operatività di business piuttosto che sulla *strategia corporate*.

Sulla base di queste dimensioni è stata infine condotta una comparazione tra le aziende oggetto del campione al fine di individuare se esistano *pattern* comuni e dimostrare come la diversa sensibilità al tema della ESG performance, riflessa nella *disclosure* di sostenibilità, abbia impatti differenti sulle scelte di *portfolio strategy* delle aziende multibusiness.

## 4.2 La trasformazione del settore del tabacco

Il settore individuato per contribuire alla discussione sui temi oggetto del presente lavoro è quello del tabacco. I motivi che hanno spinto a tale scelta fanno riferimento alla profonda trasformazione che il settore ha attraversato nel corso dell'ultimo decennio e che lo caratterizza ancora oggi. Per comprendere le dinamiche che hanno portato al cambio di paradigma in atto, è bene considerare che il mercato del tabacco

può essere scomposto in due principali categorie di business: **prodotti a combustione**, in cui rientrano le sigarette convenzionali e che bruciano tabacco per fornire nicotina, e **prodotti di nuova generazione** (spesso denominati *smoke-free products* o *reduced-risk products*) scomponibili in *heated tobacco products*, *e-vapor* e *oral tobacco products*. Quest'ultima categoria di prodotti, eliminando l'elemento della combustione, ha il potenziale di presentare un minor rischio di causare danni alla salute dei consumatori adulti che li utilizzano al posto delle sigarette tradizionali. Sebbene il business dei prodotti a combustione detenga ancora oggi, con 1.1 miliardi di fumatori, la market share più significativa del settore del tabacco, il consumo delle sigarette classiche sta decrescendo in maniera costante a livello globale nel corso degli ultimi anni, supportato da politiche sanitarie pubbliche finalizzate a favorire la cessazione dell'abitudine al fumo e prevenire forme di dipendenza. I danni associati al fumo hanno infatti portato politici, legislatori e autorità di regolamentazione ad imporre rigorose restrizioni al business delle sigarette mediante l'imposizione di accise, requisiti di età minima e aree dedicate per il consumo. Ulteriori restrizioni e obblighi riguardano il design delle confezioni, le avvertenze sanitarie, gli ingredienti e gli aromi delle sigarette, nonché le pratiche di marketing e altre forme di pubblicità.

Gran parte della normativa che regola l'industria del tabacco è guidata dalla "Framework Convention on Tobacco Control" (FCTC) sviluppata dalla World Health Organization (WHO). La FCTC ha stabilito un programma valido a livello globale per ridurre il consumo di tabacco e l'esposizione dei non fumatori. L'introduzione dei prodotti di nuova generazione e il riconoscimento del loro potenziale di accelerare il declino del consumo di sigarette, contribuendo così alla salute pubblica, ha fatto emergere recentemente la necessità di un aggiornamento della regolamentazione del tabacco. Attualmente non esiste un consenso su scala globale sul modo migliore per regolamentare questo nuovo business, ma un numero crescente di autorità sta iniziando a riconoscere l'esigenza di trattarlo in maniera differente rispetto al business tradizionale, per favorire l'adozione dei prodotti di nuova generazione come alternativa per i fumatori che altrimenti avrebbero continuato a fumare. A queste motivazioni, legate alla salute pubblica e all'intervento degli enti regolatori, tra i *drivers* che hanno contribuito alla trasformazione del settore del tabacco, si aggiungono anche trend più generali di mercato, come quello verso stili di consumo sempre più orientati al benessere e alla cura della salute psicofisica da parte dei consumatori e lo sviluppo di nuove tecnologie nel campo della robotica e dell'intelligenza artificiale che hanno accelerato processi di *product innovation* in numerosi settori.

Pertanto, alle aziende è richiesto di espandere il proprio portafoglio di business, incorporando nuove linee o aree che siano in grado di contribuire al miglioramento della salute, prestando attenzione alle esigenze specifiche delle nuove generazioni.

Quanto fin qui descritto è ciò che ha inevitabilmente portato i produttori di sigarette, nel corso dell'ultimo decennio, ad investire ingenti risorse per lo sviluppo di prodotti e modelli di business di nuova generazione che fossero in grado di rispondere alle emergenti esigenze di mercato in tema di sostenibilità. Ne segue il riposizionamento del settore del tabacco rispetto ai temi delle performance ESG, sulla scia anche di una sempre maggiore attenzione, da parte degli investitori e di altre varie categorie di stakeholder, alla performance di sostenibilità delle aziende, con particolare focus alla *dimensione Sociale*, da cui di fatto dipenderà la capacità di rimanere competitive in un mercato in rapida evoluzione.

### 4.3 Analisi dei casi aziendali

Come detto nel paragrafo precedente, l'analisi dei casi studio è stata condotta secondo tre step. Nel primo step si è cercato di rispondere alla domanda:

**Quale *performance* suggeriscono di riportare gli standard setter che possono essere adottati dalle imprese che operano nel settore del tabacco?**

Nel tentativo di rispondere al presente quesito, sono stati esaminati i sistemi di *disclosure* proposti dagli standard setter presi in riferimento dalle aziende operanti nel settore del tabacco. Per ciascuno è stato evidenziato il tipo di informativa suggerita alle imprese del settore, che possa avere avuto un impatto sulle scelte di *portfolio strategy* di coloro che adottano tali standard (maggiori informazioni sul funzionamento e le metodologie adottate da parte degli standard setter sono fornite nel Capitolo 2, v. *supra* 2.3).

Il Tobacco Standard sviluppato dal SASB è composto da due aree tematiche – *Public Health* e *Marketing practices* – e da una sezione di *Activity Metrics*. Nell'ambito del tema *Public Health*, i criteri di *disclosure* suggeriti sono:

- (1) *Gross revenue and (2) revenue net of excise taxes from (a) non-tobacco nicotine products and (b) heated tobacco products;*
- *Discussion on the process to assess risks and opportunities associated with “tobacco harm reduction” products.*

All'interno della sezione *Activity Metrics*, il SASB raccomanda di riportare:

- *Combustible tobacco product sales volume: (1) cigarette, (2) cigar, and (3) other smoked tobacco products;*
- *Non-combustible product sales volume: (1) traditional smokeless tobacco, (2) non-tobacco nicotine products, (3) heated tobacco products, and (4) nicotine replacement therapy products.*

Come è possibile evincere dalla tipologia dei criteri di misurazione della performance ESG sopra citati, il tipo di reportistica proposto dal SASB ha un carattere decisamente finanziario, finalizzata a fornire agli investitori quelle informazioni sulla composizione del portafoglio di business dell'azienda alla luce dei rischi e delle opportunità associati agli emergenti trend di sostenibilità del settore.

Diversa è invece la prospettiva adottata dal WEF nella definizione del suo sistema di metriche *Measuring Stakeholder Capitalism*. Come sopra descritto, questo è strutturato lungo quattro aree tematiche: *Planet, People, Prosperity e Principle of Governance*.

Le metriche rilevanti ai fini del *case study*, proposte con riferimento alla dimensione *Prosperity*, sono scomponibili in:

- metriche per misurare la *Innovation of better products and services*; per la quale viene utilizzato il criterio del *Total R&D expenses (\$)* – *Total costs related to research and development*.

- metriche per misurare la *Employment and wealth generation*; attraverso il criterio del *Financial Investment Contribution – Total capital expenditures (CapEx) minus depreciation, supported by narrative to describe the company’s investment strategy*.

Qui emerge il concetto di *double materiality*, nella misura in cui, le informazioni richieste, sebbene complementari con quelle del precedente framework, mirano a soddisfare le esigenze di una più ampia gamma di stakeholder, interessati a comprendere l’evoluzione della strategia aziendale e l’impegno dimostrato nel mantenere elevati standard competitivi.

Ancora più universali sono gli interessi tutelati dagli United Nations Sustainable Development Goals (UN-SDGs). Tutte le organizzazioni, pubbliche e private, hanno la facoltà di aderire a tali obiettivi, scegliendo quelli su cui focalizzare maggiormente i propri sforzi, spesso in virtù del contributo che maggiormente ritengono di poter apportare. Più in particolare, obiettivo primario per il settore del tabacco, tra i 17 delineati nell’ambito della *2030 Agenda for Sustainable Development*, è il Goal 3: *Ensure healthy lives and promote wellbeing for all ages*.

Quanto viene richiesto dall’UN alle aziende del settore per raggiungere tale target è:

- *Strengthen the implementation of the World Health Organization Framework Convention on Tobacco Control in all countries, as appropriate*.

Infine, altro framework ampiamente adottato anche nel settore del tabacco è quello proposto da GRI. Tuttavia, non essendo stato ancora sviluppato uno standard specifico per il settore del tabacco, ciascuna azienda individua i moduli della sezione *Topics* che ritiene in grado di coprire i singoli temi caratterizzati da maggiore materialità. Il modulo indubbiamente applicabile alle aziende del settore del tabacco è *Customer Health & Safety*, che richiede una informativa su:

- *Assessment of the health and safety impacts of product and service categories;*
- *Incidents of non-compliance concerning the health and safety impacts of products and services.*

A questi è possibile, inoltre, aggiungere anche quanto suggerito nel modulo della *General Disclosure* che, tra gli altri, raccomanda di riportare:

- *Key impacts, risks, and opportunities.*

Anche qui, come nel sistema di *performance measurement* suggerito dal SASB, viene richiesta un’ampia informativa sui rischi e le opportunità che la transizione verso un *business model* sostenibile porta con sé. Tuttavia, questo tipo di informativa che assume connotati prettamente finanziari da parte del SASB, viene qui arricchita da una *disclosure* non finanziaria che evidenzia l’approccio orientato alla *double materiality*, adottato da GRI.

Non verrà ulteriormente discusso in questa sede, invece, il framework proposto dallo IIRC in quanto, sebbene il suo modello dell’*integrated reporting* venga utilizzato da due aziende del campione, non

suggerisce di fatto delle specifiche tematiche o metriche da riportare, concentrandosi piuttosto sulla struttura da dare al report in modo tale da far emergere le interrelazioni tra le diverse forme di capitale dell'impresa.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Standard Setter	Tema	Disclosure
SASB	Public Health	(1) Gross revenue and (2) revenue net of excise taxes from (a) non-tobacco nicotine products and (b) heated tobacco products
		Discussion on the process to assess risks and opportunities associated with "tobacco harm reduction" products
	Activity Metrics	Combustible tobacco product sales volume: (1) cigarette, (2) cigar, and (3) other smoked tobacco products
		Non-combustible product sales volume: (1) traditional smokeless tobacco, (2) non-tobacco nicotine products, (3) heated tobacco products, and (4) nicotine replacement therapy products
WEF	Innovation of better products and services	Total R&D expenses (\$); Total costs related to research and development
	Employment and wealth generation	Financial investment contribution; Total capital expenditures (CapEx) minus depreciation, supported by narrative to describe the company's investment strategy
SDGs	Go al 3: healthy lives & wellbeing	Strengthen the implementation of the World Health Organization Framework Convention on Tobacco Control in all countries, as appropriate
GRI	Customer Health & Safety	Assessment of the health and safety impacts of product and service categories
		Incidents of non-compliance concerning the health and safety impacts of products and services
	General Disclosure	Key impacts, risks, and opportunities

Nel secondo step in cui si è articolata l'analisi dei casi studio, si è voluto rispondere alla domanda:

**Che cosa effettivamente riportano le imprese del tabacco nei loro *sustainability report*?**

La risposta a questa domanda è prevalentemente contenuta all'interno degli strumenti di *disclosure* sulla sostenibilità utilizzati dalle aziende: *sustainability report*, *integrated report*, *annual report*. Nelle seguenti pagine è illustrata l'analisi temporale della reportistica di sostenibilità delle aziende facenti parte del campione individuato, finalizzata a comprendere quando il processo di misurazione e rendicontazione sui temi ESG abbia avuto inizio, come tale processo si sia evoluto e arricchito nel tempo, quali siano i framework e i rating adottati da ciascuna.

Tuttavia, prima di procedere all'analisi longitudinale della *disclosure* socio-ambientale delle aziende in esame, è stato ritenuto utile illustrare l'evoluzione dei rispettivi portafogli di business, così da permettere di individuare il legame con la trasformazione della *disclosure* di sostenibilità descritta di seguito. In particolare, è stato approfondito l'approccio utilizzato da ciascuna impresa per penetrare il business dei prodotti di nuova generazione sulla base dei segmenti prescelti – *heated tobacco products*, *e-vapor*, *oral tobacco products* - nonché il conseguente contributo rispetto ai ricavi da parte dei due business: sigarette tradizionali e prodotti *smoke free*.

Di seguito viene descritta l'analisi della strategia e della *disclosure* di sostenibilità di:

- i. *Philip Morris International* (PMI);
- ii. *Altria Group* (AG);
- iii. *British American Tobacco* (BAT);
- iv. *Imperial Brands* (IB);
- v. *Japan Tobacco* (JT).

*i. Philip Morris International*

PMI è una multinazionale statunitense operante in 180 paesi, con sede a New York (sebbene sia stato recentemente annunciato che il *Corporate Headquarter* verrà spostato a Stamford, US entro il terzo trimestre del 2022) e quartier generale delle *operations* a Losanna. Con una *market share* del 13.8% nel 2021 (PMI, Integrated Report 2021, p. 24), ha generato ricavi netti di \$31.4 miliardi, così divisi: 39% Unione Europea, 11% Europa dell'Est, 11% Medio Oriente e Africa, 14% Asia del Sud e Sud-Est, 19% Asia dell'Est e Australia, 6% America (inclusi US). PMI è presente in due business: *Combustible products* e *Smoke-free products*, rispettivamente pari al 71% e 29% degli *adjusted revenues* dell'ultimo esercizio.

Dal 2016 il board ha delineato un nuovo corso strategico per l'azienda, ridefinendo il proprio *Purpose Statement*. L'obiettivo è in primis quello di abbandonare completamente il business delle sigarette a combustione, espandendo nel contempo la presenza nella categoria degli *smoke-free products*; nel lungo termine la strategia è quella di ampliare il *corporate scope*, sviluppando prodotti nei settori del *wellness* e *dell'healthcare*, con l'ambizione di passare dall'attuale obiettivo *short-term* di ridurre il danno causato ai consumatori, a quello di lungo termine di avere un impatto netto positivo sulla società.

Come è possibile evincere da questi brevi cenni sulla *mission* e *vision* aziendali, la *corporate strategy* di PMI è intrinsecamente legata al concetto di sostenibilità. Questo ha portato l'azienda a dedicare ingenti sforzi nella definizione delle *ESG priorities*, nonché nella relativa implementazione e reportistica.

*“For PMI, sustainability is more than just a means to minimize negative externalities and mitigate risks while maximizing operational efficiency and resource optimization. We see it as a fundamental opportunity for innovation, growth, and purpose-led, impact-driven, long-term value creation.”* (Philip Morris International, 2021, p. 38).

È stata, infatti, PMI la prima azienda operante nel settore del tabacco a fare ingresso, nel 2014, nel segmento dei prodotti *heat-not-burn* con la sigaretta *IQOS*, commercializzata per la prima volta in Italia e Giappone nell'ambito di un primo test per valutarne il gradimento da parte del mercato. Segue, nel 2015, l'espansione nella categoria degli *e-vapor* con il lancio di *Solaris* in Spagna ed Israele. Ad oggi PMI presiede tutti e tre i segmenti del business dei prodotti *smoke-free*, con una piccola presenza, a partire dal 2021, nel segmento degli *oral tobacco products* con il brand *Shiro*. Tuttavia, con 64 mercati in cui PMI commercializza prodotti *smoke-free* e 259 *IQOS* store, il segmento degli *heated tobacco products* rappresenta indubbiamente la componente principale del business di prodotti di nuova generazione di PMI. Questi contribuiscono oggi a quasi il 30% dei ricavi generati da PMI, con un impatto significativo sul

*business model* aziendale, considerando un *revenue mix* che li vedeva pesare soltanto per lo 0.2% un anno dopo il lancio, nel 2015.

Il percorso di integrazione della sostenibilità all'interno della *corporate strategy* è stato inevitabilmente accompagnato da una relativa *disclosure ad hoc*, che nel caso di PMI ha iniziato ad essere condivisa nel 2016 con la pubblicazione del primo report di sostenibilità, "United Nations Global Compact Communication on Progress 2015".

Nel corso degli ultimi sette anni la comunicazione ESG è stata caratterizzata da una progressiva evoluzione ed arricchimento, in linea con la maturazione della strategia corporate verso una maggiore integrazione dei temi di sostenibilità sociale e ambientale. Questo processo merita di essere analizzato da una duplice prospettiva, formale e sostanziale. Con riferimento alla prima dimensione è infatti possibile immediatamente evincere il crescente peso attribuito alla comunicazione ESG con il passaggio dalle 76 pagine del primo report alle 255 pagine dell'*Integrated Report 2021*. L'aumento delle pagine dedicate alla reportistica di sostenibilità non è soltanto frutto di una maggiore *disclosure* da parte dell'azienda, ma anche del tipo di modello di reportistica adottato (v.*supra*, par. 2.2): inizialmente lo strumento adoperato per comunicare i temi di sostenibilità è stato infatti il *Sustainability Report*; dal 2019 l'azienda ha deciso poi di virare sul modello dell'*Integrated Report*, che ha continuato ad essere utilizzato fino ad oggi. Parallelamente all'evoluzione formale della *disclosure* di sostenibilità di PMI, segue anche un accrescimento sia in termini di quantità che di qualità dei contenuti in essa riportati.

Focus dell'informativa contenuta nel report del 2015 è la gestione da parte di PMI dei temi legati ai diritti umani e dei lavoratori, al rispetto dell'ambiente e alle politiche anticorruzione. Tali tematiche non sono tuttavia scelte in base ad un *materiality assessment*, in quanto nel report viene affermato che questo verrà condotto nel corso dell'esercizio seguente. Inoltre, rispetto a tali dimensioni, nel report non è contenuto alcun sistema di metriche finalizzato ad illustrare la performance raggiunta dall'impresa. Vi è però dichiarato, anche a tal proposito, che l'azienda si sarebbe impegnata negli anni successivi alla definizione di un framework di *performance measurement* in linea con gli standard definiti da GRI e con i target dei SDGs, al fine di garantire la possibilità di benchmarking rispetto ai competitor e di quantificare i progressi raggiunti. Unico impegno rispetto agli standard internazionali manifestato nel report di sostenibilità del 2015 è l'integrazione dei dieci United Nations Global Compact (UNGC) Principles nell'ambito delle *day-to-day operations*.

Il 2016 è l'anno in cui, come sopra accennato, il *Sustainability Report* tratta il tema della *business transformation* di PMI verso un futuro *smoke-free*. Tuttavia, è interessante riportare di seguito quanto dichiarato nella sezione "Our approach to sustainability" del report 2016 e compararlo con quanto *supra* citato con riferimento all'*Integrated Report 2021*: nel 2016 veniva dichiarato che "For PMI, sustainability is about seeking opportunities to create value while minimizing the negative externalities associated with our products, our own operations, and our value chain" (Philip Morris International, *Integrated Report*, 2016, p. 5).

Pur continuando ad adoperare gli UNGC Principles, PMI nel 2016 comunica la strategia che adotterà per allinearsi con i SDGs, con un focus primario diretto a garantire il Goal 3: *Good health and well-being*. Come anticipato, il 2016 è anche l'anno in cui PMI implementa un sistema di metriche finalizzate a quantificare i principali temi della sua performance di sostenibilità, individuati mediante un *assessment* sulle attese degli

stakeholder. Le metriche coprono infatti la performance raggiunta in merito a: *business transformation*, prevenzione del commercio illegale, sviluppo dei dipendenti, *supply chain*, *environmental footprint*.

Il *Sustainability Report* del 2017 può essere considerato uno step fondamentale verso la leadership di PMI rispetto al tema della sostenibilità: “*My ambition is to make PMI a true leader in sustainable business practices*” (letter from the CEO, PMI, 2017, p. 4). Inoltre, questo è anche l’esercizio in cui per la prima volta la *disclosure* di sostenibilità viene strutturata su quattro pilastri, che saranno alla base anche dei report successivi: *Transforming our business*, *Driving operational excellence*, *Managing our social impact*, *Reducing our environmental footprint*. Per ciascuno dei quattro pilastri sono individuati dei temi chiave, rispetto ai quali è fornita un’ampia informativa circa le attività, i processi, gli obiettivi e i KPIs utilizzati per misurarli. Tale sistema di metriche riprende la struttura del framework di *performance measurement* delineato nel report precedente, ampliato da nuove dimensioni prese in esame (come, per esempio, “*ethics & compliance*” o “*agricultural supply chain*”) o da nuove metriche (come, lo *Smoke-free product shipment ratio* - Smoke free/Total - tra le *business transformation metrics*).

Il 2018 è infine l’ultimo anno in cui l’informativa di sostenibilità viene resa pubblica mediante l’emissione di un *sustainability report*. All’interno di questo documento, infatti, non si rilevano particolari cambiamenti strutturali rispetto alla versione precedente. Il report mantiene il framework sopra illustrato, diviso in quattro categorie, che in questa sede sono ulteriormente declinate in temi di tipo Tier 1, Tier 2 e Tier 3. Merita inoltre di essere evidenziato il notevole sforzo impiegato nel tentativo di espandere i KPIs adottati per misurare la performance di sostenibilità di PMI: le *business transformation metrics* passano da 6 nel 2017 a 13 nel 2018; le metriche legate al pilastro “*Driving operational excellence*” da 15 a 24; triplicano i KPIs adottati per monitorare la performance rispetto al tema “*Managing our social impact*”; quasi raddoppiano i criteri per misurare l’*environmental footprint*. Ad essere oggetto di grande distinzione del *Sustainability Report* 2018 rispetto ai precedenti, è l’adozione degli standard GRI e SASB nella stesura del documento, oltre ai già adoperati SDGs e UNGC Principles delle Nazioni Unite.

Nel 2019 PMI pubblica il suo primo *Integrated Report*, nonché quinto documento di *disclosure* sulla sostenibilità consecutivo dal 2015. Lo IIRC è lo standard di riferimento adottato nella definizione della macrostruttura da adoperare, affiancato dagli altri standard setter sopra menzionati, adoperati nell’esercizio precedente. Ad essi si aggiungono inoltre, anche alcuni dei suggerimenti forniti dalla TCFD e da CDP con riferimento ai temi ambientali.

Rimangono quattro i pilastri su cui si basa la *disclosure* aziendale, sebbene sotto nuove denominazioni che non ne cambiano sostanzialmente il contenuto: *Innovating for better products*, *Operating with excellence*, *Caring for the people we work with*, *Protecting the environment*. Gli effetti dell’adozione dello <IR> framework si manifestano, infatti, prevalentemente nella parte introduttiva e finale del documento, piuttosto che nell’argomentazione delle quattro dimensioni.

La sezione introduttiva passa dalle 19 pagine del 2018 a 34 nel 2019, includendo per la prima volta in maniera esplicita un paragrafo dedicato al *Purpose Statement*. Oltre a ciò, è interessante evidenziare l’aggiunta di una *integrated overview* delle diverse performance - finanziarie e ESG - realizzate da PMI e di una sezione incentrata sui rischi e le opportunità portate dalla sostenibilità.

Infine, il capitolo conclusivo contiene per la prima volta la comunicazione della *ESG rating performance*, in cui sono citati gli score che PMI ha conseguito da parte delle principali agenzie di rating prese in riferimento. Anche in questa sede assistiamo al progressivo arricchimento delle metriche utilizzate ai fini della misurazione della performance ESG.

Sulla scia del modello di reportistica adottato nel 2019, anche nel 2020 PMI pubblica il suo *Integrated Report*. Dal momento che la struttura è sostanzialmente la medesima di quella del primo report integrato, è interessante evidenziare una dichiarazione fatta dal CFO all'interno del documento in esame, il quale afferma: “*Our Chief Sustainability Officer now leads the work to strengthen the development of ESG-related key performance indicators linked to our sustainability targets [...] as they are also a key driver of PMI's corporate strategy, capital allocation, and operations*” (Philip Morris International, Integrated Report, 2020, p. 128).

Questo conferma ancora una volta l'impatto che le ESG performance hanno nei confronti delle scelte di *portfolio strategy*, nell'allocazione delle risorse tra i business.

Ultimo elemento degno di nota è l'integrazione del framework sviluppato dal WEF in aggiunta agli standard utilizzati nell'esercizio precedente.

Il report di sostenibilità più recente ad oggi, pubblicato nel 2022 da PMI, è l'*Integrated Report 2021*. La grande mole di pagine di quest'ultimo report, se comparata alle precedenti versioni, è accompagnata da sostanziali cambiamenti nella struttura e nei contenuti stessi del documento. Il primo elemento da evidenziare è infatti proprio il cambiamento apportato al *corporate purpose*, dal momento che PMI nel report 2021 annuncia, per la prima volta, un'estensione del proprio *scope* al di là del settore del tabacco: “*PMI is now actively working to expand its purpose and evolve into a broader lifestyle, consumer wellness and healthcare company, extending its value proposition and innovative capability to commercialize products that go beyond tobacco and nicotine*” (Philip Morris International, Integrated Report, 2021, p. 8). Questa scelta strategica è ciò che inevitabilmente va ad influenzare la struttura stessa del report che passa dai quattro pilastri, che avevano caratterizzato la reportistica di PMI dal 2017, ai due pilastri dell'ultimo report: *Product Impact* e *Operational Impact*. Ciascuna di queste due dimensioni viene poi declinata alla luce dei parametri ESG. Al *Product Impact* sono connessi quattro obiettivi: tre sociali - abbandonare il business delle sigarette tradizionali, massimizzare i benefici dei prodotti *smoke-free*, cercare un impatto netto positivo nei business del *wellness* ed *healthcare* - e uno ambientale - ridurre gli sprechi dovuti al consumo delle sigarette. Nella categoria *Operational Impact* sono ricompresi sempre quattro obiettivi: due sociali - sviluppare e rafforzare un ambiente di lavoro inclusivo e migliorare la qualità della vita delle persone lungo la *supply chain*; e due ambientali - combattere il cambiamento climatico e preservare la natura. Il sistema di metriche adottato per misurare la performance rispetto a tali temi segue la medesima struttura divisa in quattro sottocategorie con riferimento all'*Operational Impact*, mentre la categoria *Product Impact* viene tradotta in un sistema di metriche articolato in “*Business Transformation metrics*” e “*Responsible marketing and sales practices*” per la componente sociale, e “*Reduce post-consumer waste*” relativamente alla dimensione ambientale.

Tra le metriche utilizzate per misurare la performance ESG di PMI, è possibile ipotizzare che ad avere maggiormente un impatto sulle scelte di *portfolio strategy* siano le seguenti, appartenenti alla categoria delle *business transformation metrics*:

- Number of factories producing smoke-free products out of total number of factories;
- Year-on-year change in number of SKUs - combustible products
- Year-on-year change in number of SKUs - smoke-free products
- SKUs ratio (smoke-free/total)
- Number of markets where smoke-free products are available for sale Number of IQOS stores
- Number of retailers that sell PMI smoke-free product consumables
- Commercial (marketing) expenditure ratio (smoke-free/total)
- Smoke-free product shipment volume
- Combustible product shipment volume
- Smoke-free product shipment ratio (smoke-free/total)
- Total number of users of PMI smoke-free products
- Estimated number of users who have switched to PMI smoke-free products and stopped smoking
- Adjusted net revenues ratio (smoke-free/total)
- Annual net revenue from wellness and healthcare products.

A questi obiettivi socio-ambientali si integrano poi quelli di governance, collocati in una sezione apposita.

Con riferimento ai framework adoperati nel presente report, essi rimangono invariati rispetto al documento dell'anno precedente, con l'unica differenza che, nel report in esame, non viene esplicitato un indice di confronto rispetto alle tematiche suggerite dal WEF. Tale scelta è spiegata come una conseguenza dell'attesa integrazione del framework *Stakeholder Capitalism Metrics* all'interno del nascente board ad opera dello IFRS. Non ci sono cambiamenti, infine, con riferimento alle agenzie di rating ESG menzionate nel corso dei tre esercizi in cui sono state comunicate.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Anno	Titolo Report	N.ro Pagine	Standard	Awards & Rating	Disclosure Topic	Sistema di metriche
2015	UNGC Communication progress	76	UNGC Principles	N.A.	Human rights, employees, environment, anti- corruption practices	No
2016	Sustainability Report	80	UNGC Principles, SDGs	N.A.	Business transformation, illegal trade, employees, supply chain, environmental footprint	Si
2017	Sustainability Report	83	UNGC Principles SDGs	N.A.	Business transformation, operational excellence, social impact, environmental footprint	Si
2018	Sustainability Report	134	UNGC Principles SDGs, GRI, SASB	N.A.	Business transformation, operational excellence, social impact, environmental footprint	Si
2019	Integrated Report	192	UNGC Principles SDGs, GRI, SASB, TCFD, CDP, IIRC	<b>ESG rating:</b> CDP, ISS, MSCI, SAM Corp, Sust. Assessment, Sustainalytics	Product innovation Operational excellence, People, Protecting environment	Si
2020	Integrated Report	149	UNGC Principles SDGs, GRI, SASB, TCFD, CDP, WEF, IIRC	<b>ESG rating:</b> Bloomberg, CDP, ISS-oekom, MSCI, S&P, Sustainalytics, State Street R-Factor, Tobacco Transformation Index	Product innovation Operational excellence, People, Protecting environment	Si

2021	Integrated Report	254	UNGC Principles SDGs, GRI, SASB, TCFD, CDP, WEF, IIRC	ESG rating: S&P, Sustainalytics, MSCI, CDP, Bloomberg, Tobacco Transformation Index, ISS-oekom, StateStreet R-Factor	<b>Product Impact:</b> - Purposefully phaseout cigarettes - Maximize benefits of smoke-free products - Seek net positive impact in wellness and healthcare - Reduce post-consumer waste  <b>Operational Impact</b>	Si
------	-------------------	-----	---	--	--	----

## ii. Altria Group

AG è un'azienda americana con sede in Virginia, operante prevalentemente negli US. Con ricavi pari a circa \$26 miliardi nel 2021 (Altria Annual Report, 2021, p. 26), ha una market share del 12%. Incentrata prevalentemente nel settore del tabacco, tramite aziende come Philip Morris USA e U.S. Smokeless Tobacco Company, che operano nei business delle sigarette classiche e dei prodotti *smoke-free*, è presente anche nel settore dei prodotti alcolici in virtù degli investimenti in Anheuser-Busch InBev.

A conferma dell'enorme successo riscontrato dal prodotto *IQOS*, lanciato da PMI nel 2014, la stessa Altria Group, nel 2015, ha ottenuto la licenza a commercializzarlo in esclusiva negli Stati Uniti, in aggiunta ad altre tre varianti, denominate *Marlboro HeatStick*. La presenza di AG si estende però anche negli altri due segmenti del mercato: nel 2012 ha fondato infatti un'azienda, *Nu Mark*, con l'obiettivo di sviluppare dei nuovi prodotti nella categoria degli *e-vapor*, oggi presidiata mediante una partecipazione strategica al 35% nella controllata *JUUL*, leader in US nella produzione di sigarette *e-vapor*; dal 2016 è inoltre presente anche nel segmento degli *oral tobacco products* con i brand *Copenhagen*, *Skoal*, *Red Seal*, *Husky* e *on!*. Sono questi ultimi a costituire la componente principale del business dei prodotti *smoke-free* di AG, come testimoniato dalla *disclosure* sui ricavi fornita nell'ambito degli Annual Report: il revenue mix è infatti suddiviso in ricavi derivanti dal business degli "smokeable products" (generati dalla vendita di sigarette e sigari) e ricavi derivanti dagli "oral tobacco products" (generati nelle sottocategorie *moist smokeless tobacco* e *nicotine pouches*). Non vengono dunque fornite informazioni economiche sui segmenti degli *e-vapor* e degli *heated tobacco products*.

La reportistica di sostenibilità di AG ha inizio nel 2010 con la pubblicazione del primo "Progress & Initiative Summary". Quest'ultimo non è tuttavia considerabile un vero e proprio *Sustainability Report*, in quanto rappresenta semplicemente una elencazione qualitativa, in cinque pagine, delle iniziative intraprese durante l'esercizio, con riferimento ai temi legati a: problematiche dei prodotti a base di tabacco, pratiche di marketing, commercio illecito, gestione ambientale, agricoltura sostenibile, responsabilità lungo la *supply chain*, dipendenti, comunità, governance & compliance. Tale approccio alla *disclosure* di sostenibilità è rimasto invariato nel corso dei tre anni successivi, fino al 2013. La comunicazione inizia ad arricchirsi a partire dal 2014, con il conseguente riflesso anche nel titolo del report che, a partire dall'anno in questione fino ad oggi, cambia in "Corporate Responsibility Progress Report". Tale trasformazione non incide sulla struttura di fondo del report del 2014, ancora incentrata sulle nove macro-aree di iniziative sopra menzionate. L'arricchimento rispetto alle versioni precedenti si sostanzia nella presenza di un'introduzione finalizzata ad illustrare l'approccio alla CSR adottato dall'azienda.

Cambiamento più radicale lo si riscontra però nel 2015, anno in cui, per la prima volta, AG dichiara di aver basato il proprio report sul framework sviluppato da GRI. L'impatto è immediatamente evidente dal numero di pagine: 58 nel 2015 rispetto alle 5 dei primi report e le 39 dell'anno precedente. Ad essere però di maggiore interesse sono i progressi che l'adozione dello standard GRI ha apportato in termini di: identificazione delle priorità - mediante *materiality assessment* -, articolazione di un sistema di metriche e semplificazione dell'attività di reporting. All'interno del report in questione viene per la prima volta esplicitata la mission "*to own and develop financially disciplined businesses that are leaders in responsibly providing adult tobacco and wine consumers with superior branded products*". (Altria Group, Corporate Responsibility Progress Report, 2015, p. 2).

Le nove tematiche rispetto alle quali AG aveva riportato fino a quel momento vengono infatti ridotte a quattro: problematiche dei prodotti a base di tabacco, pratiche di marketing, responsabilità lungo la *supply chain*, sviluppo dei dipendenti. L'informativa fornita rispetto a tali dimensioni rimane però prettamente qualitativa, concentrandosi sulle iniziative di CSR e i relativi progressi raggiunti.

Lo stesso tipo di framework di reportistica, senza particolari modifiche meritevoli di essere segnalate, si ripete nei tre anni successivi fino al 2018.

Un ulteriore passo in avanti sul tema della *disclosure* di sostenibilità lo si ha nel 2019, con il Corporate Responsibility Progress Report intitolato "*Responsibly Leading the Way*". In questo documento vengono ridisegnate nuovamente le priorità in tema di sostenibilità, che diventano sei, con l'aggiunta rispetto alle precedenti (che vengono leggermente rinominate), delle priorità in tema di prevenzione dall'uso delle sigarette in età giovanile e di sostenibilità ambientale. Rispetto ai report degli anni passati inoltre, AG comunica nel 2019 la sua vision a 10 anni: "*Responsibly lead the transition of adult smokers to a non-combustible future*" (Altria Group, Corporate Responsibility Progress Report, 2019, p. 6).

Tuttavia, è bene notare che nella stessa pagina viene dichiarato che l'azienda ha comunque intenzione di rimanere presente nel business delle sigarette tradizionali, riconoscendo al contempo il cambiamento in corso nelle preferenze dei consumatori. Inoltre, nel 2019, l'azienda estende il numero di standard presi come guida nel processo di rendicontazione, andando ad aggiungere, oltre al già utilizzato GRI, anche il framework sviluppato dal SASB e i suggerimenti proposti dalla TCFD.

Nel corso del 2020, AG decide di rinnovare ancora una volta il proprio approccio al modo in cui comunicare la propria performance ESG. Questo aiuta a spiegare perché non esista un Corporate Responsibility Progress Report 2020, ma si passi direttamente al Corporate Responsibility Progress Report 2021, molto più breve rispetto alle versioni precedenti (19 pagine invece di 84). Questa scelta è comprensibile se si considera che nel periodo intercorso tra il report 2019 e quello 2021, è stato pubblicato un sistema di sei diversi fascicoli che trattano la performance ESG di AG nel periodo 2020 - Q2 2021, rispetto a sei dimensioni prioritarie: "*Protezione dell'ambiente*" e "*Responsabilità lungo la value chain*" - per la componente Environmental -, "*Riduzione dei danni dei prodotti a base di tabacco*" e "*Prevenzione dall'uso delle sigarette in età giovanile*" - per la componente Social -, "*Supporto ai dipendenti e alle comunità*" e "*Dirigere con responsabilità*" - per la componente Governance. Nel 2021 infatti, l'azienda dichiara di aver modificato il processo di comunicazione dei temi ESG, passando dalla pubblicazione di un

report annuale al rilascio di singoli fascicoli nel corso dell'anno, finalizzati a coprire aspetti specifici della performance ESG, in base alle sei priorità sopra elencate.

Infine, è interessante notare che congiuntamente ad una reportistica prettamente qualitativa, AG ha affiancato un database (aggiornato a maggio 2022), disponibile sul sito web aziendale, in cui sono contenute tutte le metriche della performance ESG degli ultimi tre esercizi, costruite con il supporto degli standard setter GRI e SASB.

All'interno del dataset, tuttavia, non è ancora possibile individuare delle metriche che possano aver significativamente influenzato le scelte di *portfolio strategy*, in quanto l'azienda non ha ancora sviluppato un sistema di misurazione per rendicontare la performance rispetto al tema della *riduzione dei danni dei prodotti a base di tabacco*.

Tema, quest'ultimo, che aiuta a spiegare il perché della scelta di virare verso nuovi business più ostenibili, come quello dei prodotti *smoke-free*.

Infine, l'azienda riporta i riconoscimenti e ranking ricevuti nel corso dei vari esercizi in una sezione apposita del sito web aziendale.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Anno	Titolo Report	N.ro Pagine	Standard	Awards & Rating	Disclosure Topic	Sistema di metriche
2010, 2011, 2012, 2013;	Progress & Initiative Summary	5	N.A.	N.A.	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Illegal Trade, Environmental Management, Sustainable Agriculture, Supply chain, Employees, Communities, Governance & compliance	No
2014	Corporate Responsibility Progress Report	39	N.A.	N.A.	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Illegal Trade, Environmental Management, Sustainable Agriculture, Supply chain, Employees, Communities, Governance & compliance	No
2015, 2016	Corporate Responsibility Progress Report	58, 70	GRI	N.A.	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Supply chain, Employees	No
2017	Corporate Responsibility Progress Report	84	GRI	<b>Awards:</b> Barrons 500, Forbes America's Best Employers, The Civic 50, <b>ESG rating:</b> CDP, CPA-Zicklin Index	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Supply chain, Employees	No
2018	Corporate Responsibility Progress Report	96	GRI	<b>Awards:</b> Forbes America's Best Empl., The Civic 50, Corporate Resp. Magazine, Human Rights Campaign Foundation, EPA Green Powers List, <b>ESG rating:</b> CDP Global	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Supply chain, Employees	No
2019	Corporate Responsibility Progress Report	84	GRI, SASB, TCFD	<b>Awards:</b> Points of Light, Corporate Responsibility Magazine, Human Rights Campaign Foundation, National Business Inclusion Consortium, <b>ESG rating:</b> CDP Global	Tobacco Product Issues, Marketing Practices, Supply chain, Employees, Prevent underusage use, environmental management	No
2020, Q2 2021	Corporate Responsibility Progress Report (diviso in sei fascicoli) + <i>datatable</i>	184 (Totali)	GRI, SASB, TCFD	<b>Awards:</b> Great Place To Work, National Business Inclusion Consortium, CPA-Zicklin Index, Points of Light, Human Rights Campaign, Forbes Green Growth 50, Best Workplaces in Manuf. & Production, <b>ESG rating:</b> CDP Global	Protect Environment, Responsibility through Value Chain, Reduce Harm of Tobacco Products, Prevent Underage Use, Support People & Communities, Engage & Lead Responsibly	Si

### iii. British American Tobacco

BAT è una multinazionale inglese con sede a Londra e operativa in 180 paesi. Nel 2021 ha generato ricavi per circa £26 miliardi (BAT Annual Report, 2021, p. 178), conseguendo una market share del 12% (Statista: Tobacco Products Report, 2020, p. 29), così divisa tra le regioni in cui è presente: 43% US, 23% Europa e Nord Africa, 16% Americhe e Africa subsahariana, 18% Asia-Pacifico e Medio Oriente.

L'azienda, nel corso dell'ultimo decennio, ha intrapreso un percorso di integrazione della sostenibilità all'interno della *corporate strategy* che ha portato alla nascita, nel 2019, di un nuovo purpose: “*To build a better tomorrow*” (riducendo l'impatto alla salute determinato dal loro core business). Espandere il portafoglio di prodotti “*beyond nicotine*” è quanto viene dichiarato all'interno della sezione “*Portfolio transformation*” del sito web aziendale, a testimonianza di una strategia corporate orientata alla creazione di nuovi business sostenibili.

La prima mossa di BAT nel business dei prodotti di nuova generazione avviene nel 2013 con il lancio di un nuovo modello di sigaretta nella categoria degli *e-vapor* in UK. Contestualmente, BAT è anche presente nel segmento degli *oral products* nel Nord Europa, dove è consentito il commercio di questi prodotti. Nel 2015 è entrata anche nel segmento degli *heated tobacco products* con un primo test condotto in Romania, tramite la nuova sigaretta glo iFuse. È tuttavia nel 2016 inoltre, che BAT si espande ufficialmente nel segmento dei prodotti *heat-not-burn* con il lancio del brand Glo in Giappone. Quest'ultimo si propone oggi come unico principale competitor del prodotto IQOS nella categoria dei prodotti a base di tabacco senza combustione.

È tuttavia possibile individuare una significativa evoluzione del portafoglio di business di BAT che passa da un *revenue mix* nel business dei *New Generation Products* prevalentemente orientato agli *heated tobacco products* nel 2019 - con un peso pari al 58% dei ricavi - ad uno piuttosto equamente bilanciato tra *heated tobacco products* ed *e-vapor* nel 2021 - con una partecipazione ai ricavi rispettivamente al 42% e al 45%.

La prima pubblicazione di *Sustainability Reports* da parte di BAT disponibile sul sito web aziendale risale all'esercizio 2009, sebbene all'interno del documento sia dichiarato che la vision sui temi di sostenibilità fosse stata già delineata nel 2007 e aggiornata nel Sustainability Report 2008.

Cinque sono i temi chiave su cui si struttura il report di sostenibilità del 2009: *Harm reduction, Marketplace, Supply chain, Environment, People & culture*. Con riferimento al primo è interessante notare come l'obiettivo fosse “[to] *strive to bring commercially viable, consumer acceptable reduced-risk products to market*” (British American Tobacco, Sustainability Report, 2009, p. 7).

La *disclosure* contenuta nel presente report è prettamente qualitativa, finalizzata ad illustrare gli sforzi messi in atto dall'azienda rispetto ai temi selezionati sulla base di un *materiality assessment*. Tale reportistica è inoltre formulata in linea con quanto richiesto dallo GRI Index, che indica gli argomenti da trattare all'interno del report e rispetto ai quali BAT, all'interno di un'apposita tabella, esplicita la sezione del documento in cui eventualmente ciò è stato fatto. Infine, è interessante evidenziare come nelle prime pagine del report, siano immediatamente comunicati i riconoscimenti ottenuti da parte del “Dow Jones Sustainability Index” e dello “UK's Business in the Community 2008 Corporate Responsibility Index”.

Il principale arricchimento che si riscontra nel report 2010 (d'ora in avanti intitolato Sustainability Summary) rispetto all'anno precedente, consiste nell'introduzione di una sezione dedicata alla *Performance Summary* rispetto ai cinque pilastri trattati nel report. Anche qui tuttavia, le dimensioni di sintesi adoperate rimangono qualitative e per ciascuna di esse viene indicato lo status - *on track, completed, not met*.

Invariato rispetto all'anno precedente è il report di sostenibilità del 2011. Unici elementi da notare sono la riduzione del numero di iniziative riportate all'interno del *performance summary* e l'assenza di un riferimento al ranking raggiunto negli indici di sostenibilità citati nelle due versioni precedenti.

Ulteriormente ridotto nel numero di pagine (24 rispetto alle 36 dei due anni precedenti) è il Sustainability Summary 2012. A giustificare la scelta è probabilmente la volontà, dichiarata nel report, di lavorare ad una nuova *sustainability agenda* da lanciare l'anno successivo. Dunque, nel report 2012 emerge un accorpamento di due dei cinque pilastri che avevano costituito la struttura delle versioni precedenti (Supply chain e Environment). Inoltre, a partire dal 2012 non è più fatto riferimento nei Sustainability Report al GRI Index. Infine, una citazione contenuta all'interno di questo documento ci permette di osservare lo stadio evolutivo del tema ESG dell'"harm reduction" e comprendere come la *stakeholder preference* influenzi le scelte di corporate strategy: "*For years, many public health stakeholders told us that [to offer smokers less risky products] was the most important thing we could do. We agreed, but the scientific and regulatory challenges are mountains we continue to climb.*" (British American Tobacco, Sustainability Summary, 2012, p. 2).

L'annunciata evoluzione nell'approccio alla sostenibilità viene comunicata nel Sustainability Report 2013, con una maggiore enfasi sull'importanza di integrare la sostenibilità a livello strategico e la ridefinizione delle aree di priorità, che divengono tre: *harm reduction, sustainable agriculture e corporate behavior*.

Per la prima volta, nel 2013, viene esplicitamente dichiarata la volontà da parte del top management di espandersi al di là del settore del tabacco: "*our new vision is to be the world's best at satisfying consumer moments in tobacco and beyond*" (British American Tobacco, Sustainability Summary, 2013, p. 3).

Con tale obiettivo strategico, all'interno di questo report iniziano ad emergere delle prime metriche che dimostrano uno shift nell'allocazione di capitale, con \$160 milioni all'anno investiti in R&D finalizzata allo sviluppo di prodotti di nuova generazione.

In linea con un processo di snellimento dei Sustainability Report, nella versione del 2014 si riscontra l'assenza del *performance summary*, poi ripristinato nel 2015 in un nuovo design (unica differenza rispetto all'esercizio precedente). Con riferimento alla struttura del report 2014 e seguenti è utile menzionare l'adozione dello standard "GRI G4 reporting". Infine, sempre a partire dal 2014, al classico report di sostenibilità, sono affiancati dei *focus report*, che trattano in maniera più approfondita determinati temi di sostenibilità (nel 2014, per esempio, i focus report pubblicati sono stati due, l'uno sul tema "*Harm reduction*" e l'altro sul tema "*Farmers' livelihood*").

Il 2016 segna il ritorno al titolo di Sustainability Report attribuito al documento. A questo cambiamento puramente formale si accompagna l'integrazione del tema del "Farmers' livelihood" nell'ambito di uno dei tre pilastri della strategia di sostenibilità di BAT, che diventa "Sustainable agriculture & Farmers' livelihood". Inoltre, la dichiarazione contenuta nell'introduzione, fornisce un'istantanea della *portfolio*

strategy di BAT nel 2016: “*Tobacco remains at the core of our business and will continue to provide us with opportunities for growth. However, we also see substantial growth opportunities in new types of tobacco and nicotine alternatives, which we call Next Generation Products.*” (British American Tobacco, Sustainability Report, 2016, p. 2).

All’interno del presente documento tornano ad essere comunicati i rating e gli indici ESG presi in riferimento, arricchiti rispetto a quelli citati nei report 2009 e 2010: Thomson Reuters Diversity & Inclusion Index, Institute of Directors’ 2016 GoodGovernance Report, RobecoSAM’s 2017 Sustainability Yearbook e Dow Jones Sustainability Indices. Sono inoltre aggiunte al documento anche una *disclosure* sul processo di individuazione dei temi materiali e sulle modalità di engagement con gli stakeholder. Tre sono infine i focus report che si affiancano al report di sostenibilità nel 2016.

L’introduzione, nel 2017, di un nuovo framework piramidale per illustrare la *sustainability* agenda di BAT, ha un impatto sulla struttura stessa del report: i tre pilastri menzionati sono collocati su una base composta da *Operational environmental Impact* e *People & Culture*. A questi due temi è dedicata dunque una sezione apposita del report, senza però influenzare significativamente la mole del documento. Il 2017 è anche l’anno in cui BAT acquisisce Reynolds American<sup>7</sup>; operazione che viene così commentata all’interno delle lettera del CEO che introduce il report: “*With our acquisition of Reynolds American, we have also significantly increased the size of our existing smokeless oral tobacco business*”. (British American Tobacco, Sustainability Report, 2017, p. 4). Sono altre due le importanti novità introdotte da questo report. La prima riguarda l’inclusione dei SDGs, rispetto ai quali viene messo in mostra come i pilastri della strategia di sostenibilità di BAT siano allineati alle esigenze di sviluppo sostenibile delineati dall’UN. La seconda riguarda invece l’introduzione di un sistema di metriche *quantitative* all’interno del *Performance Summary*. Più in particolare, ad essere oggetto di misurazione sono sia i tre pilastri della strategia di sostenibilità, sia i due temi alla base introdotti nel report in questione su cui la strategia stessa si poggia; rispetto ad essi sono fornite informazioni sia sul trend che sul livello di performance in valore assoluto raggiunto, confrontabile con i tre esercizi precedenti.

Nel 2018 cambiano i riconoscimenti ricevuti da parte di rater e altre istituzioni rispetto a quelli citati nel 2016 (e che non sono menzionati nel 2017): Dow Jones Sustainability Index, Global Top Employer accreditation, dotCOMM Platinum Award, FTSE 100 analysis report.

Il 2019 segna un anno di svolta per BAT: il passaggio di CEO viene ufficialmente formalizzato e la *disclosure* ESG cambia radicalmente rispetto alle versioni precedenti. La *disclosure* di sostenibilità si articola infatti in una suite di fascicoli divisa in: *Sustainability Strategy Report*, *ESG Report* e *Focus Reports*. Il primo documento è finalizzato ad illustrare da un punto di vista qualitativo la strategia di sostenibilità adottata dall’azienda, la relativa agenda e le priorità ESG individuate.

L’ESG report è invece finalizzato a fornire maggiori dettagli rispetto ai temi ESG, comunicando politiche, obiettivi e performance raggiunte. Tale documento è strutturato nel rispetto degli standard forniti

<sup>7</sup> Reynolds è stata a lungo partner di BAT nello sviluppo di nuovi prodotti nella categoria *e-vapor*, come certificato dall’accordo siglato nel 2015 con l’obiettivo di condividere il know-how tecnologico

dai framework di GRI, SASB e WEF. Infine, i Focus report continuano ad assolvere la funzione di indagare in maniera più approfondita determinate tematiche di interesse per gli stakeholder aziendali.

Ancora una volta la corporate strategy di BAT viene immediatamente esplicitata dalle parole del nuovo CEO che, all'interno del Sustainability Strategy Report 2019, comunica in maniera chiara i tre obiettivi strategici di BAT:

- *Ensuring a step change in New Categories performance with the aim of ultimately generating an increasingly greater proportion of our revenues from products other than cigarettes, thereby reducing the health impact of our business;*
- *Simplifying the business to be more flexible, agile and efficient, while also releasing valuable funds for reinvestment in New Categories;*
- *Driving value from combustible cigarettes to enable continued investment to grow our New Categories business.*

Risuonano in queste parole i temi di analisi del presente lavoro, nella misura in cui la strategia di sostenibilità è intrinsecamente legata alla *corporate strategy* al punto da influenzarne le scelte di portafoglio, per poi impattare ultimamente sul business model utilizzato.

Inoltre, la nuova *sustainability agenda* sviluppata nel 2019, si fonda sulle tre dimensioni ESG, a cui se ne aggiunge una quarta (H) ad indicare la performance di sostenibilità sul tema “*Harm reduction*” dei prodotti, descritto come il principale degli ESG focus di BAT. Così anche la struttura del report segue le tematiche citate, con un’ampia sezione dedicata al primo tema e un ulteriore capitolo che ingloba le rimanenti tematiche ESG. Molto più ricca è anche l’area contenente i riconoscimenti da parte delle agenzie di rating, che passa da quattro riconoscimenti menzionati nel 2018 a più di dieci. Infine, rimane il focus sul rispetto dei SDGs.

Mancano all’interno del Sustainability Strategy Report riferimenti ai KPIs per monitorare le quattro dimensioni, i quali sono invece contenuti all’interno del ESG report che affianca il sistema di metriche ad una *disclosure* ancora più approfondita sui singoli temi. Non è tuttavia contenuto all’interno del ESG report alcun riferimento al tema “*Harm Reduction*”, in quanto ampiamente trattato nel primo fascicolo descritto, sebbene questo comporti l’assenza di un sistema di performance measurement che ne quantifichi l’impatto.

L’elevato grado di innovazione rispetto alla strategia e alla reportistica di sostenibilità registrato nel 2019, porta ad una successiva fase di assestamento nel 2020, con l’introduzione di alcune modifiche. Rimane la ripartizione in tre principali categorie di fascicoli ma il Sustainability Strategy Report perde la sua centralità, tornando ad essere denominato Sustainability Summary Report, a vantaggio del ESG report, che passa da 74 a 145 pagine, arricchendosi di un’ampia informativa anche sulla dimensione *Health*. A questi documenti BAT aggiunge la pubblicazione di un datatable contenente l’intero sistema di metriche utilizzare per misurare la performance H+ESG, andando dunque ad integrare la dimensione mancante nel sistema di KPIs dell’anno precedente. In sintesi, è possibile affermare che l’ESG report abbia una funzione prevalentemente descrittiva della performance di sostenibilità lungo le quattro dimensioni prioritarie evidenziate; il datatable

ha la funzione di quantificare tale performance all'interno di un sistema di metriche, permettendo il confronto con gli esercizi precedenti e mettendo in luce il trend; il Report Summary ha invece la funzione di sintetizzare in 14 pagine il contenuto degli altri due documenti. Rimane evidente anche nella *disclosure* 2020 la centralità attribuita al rating ESG e al rispetto dei SDGs. Infine, ulteriore aggiunta degna di nota introdotta nel 2020 è la sezione dedicata ad illustrare il nuovo *business model*.

Infine, l'informativa di sostenibilità più recentemente pubblicata da BAT è quella del 2021, composta da: ESG report, Combined performance & ESG Summary, ESG datatable, ESG reporting criteria. Con la pubblicazione di questi report, BAT dichiara di celebrare 20 anni consecutivi di *disclosure* sulla sostenibilità, dalla pubblicazione del primo Social Report nel 2002. Come nell'anno precedente, anche nel 2021, ad essere fulcro della *disclosure* di sostenibilità è l'ESG report. Cuore dell'informativa sono i quattro pilastri (H+ESG) della sustainability agenda, che costituiscono la sezione centrale del documento. Quest'ultimo è guidato inoltre non solo dai già citati GRI, SASB e WEF framework ma anche dai suggerimenti della TCFD e dai UN Guiding Principle Reporting Framework (UNGPRF).

Il Combined performance & ESG Summary è finalizzato invece ad integrare le informazioni rilevanti circa la performance economico-finanziaria dell'impresa con quella legata alla sostenibilità, con l'obiettivo di fare evincere le interrelazioni.

Di grande utilità è il datatable che, come nel file del 2020, indica per ciascuna metrica, gli obiettivi di performance, il criterio di calcolo della metrica, la performance raggiunta nel corso dei tre esercizi precedenti e il relativo *progress track* e infine la presenza o meno di una revisione da parte di un ente terzo sull'affidabilità dei dati comunicati.

Ad ulteriore integrazione, il documento "ESG reporting criteria" fornisce indicazioni aggiuntive sulle metriche adottate relativamente alla dimensione ambientale.

A proposito del sistema di KPIs utilizzato per monitorare la performance H+ESG di BAT, è possibile estrapolare quelle metriche che inevitabilmente hanno guidato e continuano a guidare le scelte di *portfolio strategy* nel raggiungimento degli obiettivi prefissati:

- *Vapour products revenues (£mn)*
- *Tobacco heating products revenues (£mn)*
- *Modern oral products revenues (£mn)*
- *Total New Category revenues (£bn)*
- *Number of consumers of our non-combustible products.*

Infine, anche nel ESG report 2021 è riservata grande cura nella comunicazione dei rating e dei riconoscimenti ottenuti nel corso dell'esercizio, tra cui emergono indubbiamente i più importanti quali: MSCI, Sustainalytics, ISS Score, Vigeo Eiris, CDP, DJSI.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Anno	Titolo Report	N.ro Pagine	Standard	Awards & Rating	Disclosure Topic	Sistema di metriche
2009	Sustainability Reports	58	GRI Index	<b>Awards:</b> UK's Business in the Community Corporate Resp. Ind. <b>ESG rating:</b> DJSI	Harm reduction, Marketplace, Supplychain, Environment, People & culture	No
2010	Sustainability Summary	36	GRI Index	<b>Awards:</b> UK's Business in the Community Corporate Resp. Ind. <b>ESG rating:</b> DJSI	Harm reduction, Marketplace, Supplychain, Environment, People & culture	No
2011	Sustainability Summary	36	GRI Index	N.A.	Harm reduction, Marketplace, Supplychain, Environment, People & culture	No
2012	Sustainability Summary	24	N.A	N.A.	Harm reduction, Marketplace, Supply chain & Environment, People & culture	No
2013	Sustainability Summary	22	N.A.	N.A.	Harm reduction, sustainable agriculture, corporate behavior	No
2014-2015	Sustainability Summary	20	GRI G4 reporting	N.A.	Harm reduction, sustainable agriculture, corporate behavior	No
2016	Sustainability Report	38	GRI G4 reporting	<b>Awards:</b> Institute of Directors' Good Governance Report, <b>ESG rating:</b> DJSI, RobecoSAM, Thomson Reuters Div. & Incl. index	Harm reduction, sustainable agriculture & Farmers' livelihood, corporate behavior	No
2017	Sustainability Report	42	GRI G4 reporting, SDGs	N.A.	Harm reduction, sustainable agriculture & Farmers' livelihood, corporate behavior, Operational environmental Impact, People & Culture	Si
2018	Sustainability Report	42	GRI G4 reporting, SDGs	<b>Awards:</b> Global Top Employer accreditation, dotCOMM Platinum Award, FTSE 100 analysis report <b>ESG rating:</b> DJSI	Harm reduction, sustainable agriculture & Farmers' livelihood, corporate behavior, Operational environmental Impact e People & Culture	Si
2019	Sustainability Summary Report, ESG Report  + <i>Focus Reports</i>	30 - 74	GRI, SASB, WEF, SDGs	<b>Awards:</b> FTSE, Global Top Employer <b>ESG rating:</b> DJSI, MSCI, Sustainalytics, CDP, ISS	Health impact, environmental / social / governance disclosure	Si
2020	Sustainability Strategy Report, ESG Report  + <i>Focus Reports</i> + <i>datatable</i>	13 - 145	GRI, SASB, WEF, SDGs, UNGPRF	<b>Awards:</b> Global Top Employer, Top 5 FTSE ranking, Gold Class Sustainability award, FT diversity Leaders <b>ESG rating:</b> DJSI, MSCI, CDP, Vigeo Eiris, Sustainalytics, ISS	Health impact, environmental / social / governance disclosure	Si
2021	ESG report, Combined performance & ESG Summary,  + <i>ESG reporting criteria</i> + <i>Focus Reports</i> + <i>datatable</i>	126 - 390	GRI, SASB, WEF, SDGs, UNGPRF, TCFD	<b>Awards:</b> Gold Class Sustainability award, Global Top Employer, FT diversity Leaders, FT climate leader <b>ESG rating:</b> DJSI, MSCI, CDP, Sustainalytics, Vigeo Eiris, ISS	Health impact, environmental / social / governance disclosure	Si

#### iv. Imperial Brands

IB è una multinazionale inglese con sede a Bristol, UK. Con una marketshare al 4% (Statista: Tobacco Products Report 2020, p. 29) e un fatturato di circa £7 miliardi nel 2021 (Imperial Brands Annual Report, 2021), relativamente al settore del tabacco, IB presiede tre business: sigarette tradizionali, sigari, *smoke-free products* (denominati prodotti di nuova generazione - NGP). Opera in 120 mercati con un focus particolare

su UK, Germania, Spagna, USA e Australia che rappresentano circa il 70% dei profitti realizzati dall'azienda.

Il *purpose* aziendale - “*Forging a path to a healthier future for moments of relaxation and pleasure*” - poggia su tre pilastri strategici che mettono in evidenza la scelta di portafoglio finalizzata ad espandere il business dei prodotti di nuova generazione; i pilastri sono infatti: focus sui mercati prioritari per l'azienda, creazione di valore tramite un più ampio portafoglio, sviluppo del business dei NGP.

Tuttavia, sebbene la strategia implichi il passaggio ad una *corporate strategy* di per sé più sostenibile, l'approccio adottato da IB è sempre stato piuttosto cauto rispetto a quello di altri competitor, come testimoniato dalle parole del CEO: “*NGP has clearly underperformed and investment has not delivered the expected returns. [...] NGP absolutely has a role to play in Imperial's future but we will take a much more prudent approach, built around a tightly focused business model.*” (Imperial Brands, Annual Report, 2020).

La strategia adottata per presidiare il business dei prodotti *smoke-free* è stata infatti descritta per la prima volta nel 2021, in seguito alla designazione del nuovo CEO nel 2020, e poggia su tre azioni: focus sugli *heated tobacco products* in Europa come primario motore di crescita, *turn around* della categoria *e-vapor* con focus su UK, US e Francia; mantenimento degli oral tobacco products nei mercati in cui Imperial Brands è già presente.

È infatti recente il suo ingresso nel business dei prodotti di nuova generazione: nel 2021 il primo lancio di *Pulze*, un prodotto nella categoria *heat-not-burn*, in Grecia e Repubblica Ceca. A questo segmento si aggiunge quello degli *oral tobacco products*, commercializzati in Nord Europa con i brand *Skruf* and *ZoneX*. In ultimo, Imperial Brands ha anche realizzato nel 2021 un progetto pilota in US per testare il gradimento di una nuova versione dei suoi prodotti *e-vapor*, dopo alcuni tentativi condotti in passato con il brand *Blu*, mediante la controllata Fontem Ventures.

A conferma di un tardivo processo di integrazione dei temi di sostenibilità nella strategia aziendale, IB dedica un documento specifico alla *disclosure* sui temi ESG soltanto nel 2021, con la pubblicazione del *Sustainability Performance Summary 2021*. Prima di allora l'informativa di sostenibilità è contenuta esclusivamente all'interno dell'Annual Report, in una breve sezione dedicata alla performance aziendale da un punto di vista operativo, finanziario e di sostenibilità. Più in particolare, negli anni 2017 e precedenti, l'unica forma di *disclosure* sulla CSR è contenuta all'interno del paragrafo intitolato “*Corporate Responsibility*”, composto mediamente da 4-5 pagine. In questa sezione l'informativa si sostanzia nella descrizione dei temi di maggiore rilevanza sociale che l'azienda si trova ad affrontare, accompagnati da iniziative e prese di posizioni in merito; i macro argomenti trattati sono: *rewarding workplace*, *responsible with products*, *respecting natural resources*, *reinvesting in society*. L'unico tentativo di quantificare la performance di sostenibilità, lo si riscontra con riferimento agli impatti ambientali, in termini di emissioni CO2, consumo di energia ed acqua ecc.

Nel 2018, sebbene non sia stata modificata la modalità né lo spazio dedicato alla *disclosure* ESG, cambia tuttavia la strategia di sostenibilità di IB. Contenuta all'interno di una sezione rinominata *Sustainability Review*, la nuova strategia viene strutturata lungo tre dimensioni: ***Reduced harm*** - ***Next Generation***

*Products (NGP)-, People & Operations - Behaving Responsibly -, Sustainable Supply Tobacco*. Per ciascuna di queste tematiche seguono delle pagine di approfondimento, che ne illustrano anche l'allineamento rispetto ai SDGs delineati delle Nazioni Unite.

Nel 2019, anno in cui non si registrano variazioni nel tipo di *disclosure* di sostenibilità riportata, IB si è dedicata però alla pubblicazione di un *materiality assessment* che ha portato nuovamente a rinnovare la strategia di sostenibilità, che sarebbe poi stata comunicata l'anno successivo.

A presentare dei cambiamenti è infatti proprio l'Annual Report 2020, con la sezione denominata *ESG review*, in cui è ampliata la descrizione della strategia di sostenibilità, declinata in cinque *ESG priorities*: *Consumer health, Climate and energy, Farmer livelihoods and welfare, Human rights, Waste*. Per ognuna è indicato l'obiettivo che l'azienda ha intenzione di raggiungere, il modo in cui intende farlo, i progressi raggiunti e il corrispondente dei SDGs che il raggiungimento del target comporta.

Inoltre, in questa nuova versione dell'Annual Report, è inserito anche un sistema di metriche quantitative finalizzate a misurare la performance ESG raggiunta nel corso dell'esercizio e comparabile con quella degli anni precedenti e con la *baseline* del 2017. È opportuno notare che la struttura del sistema di KPIs non segue linearmente le cinque dimensioni in cui si esplica la *sustainability strategy*, ma piuttosto le tre dimensioni della performance ESG; mancano infatti dei criteri per misurare i progressi rispetto al tema del *Consumer Health*. Infine, all'interno del documento in esame è presente, per la prima volta, una pagina dedicata a comunicare il posizionamento dell'azienda rispetto ad alcune delle principali agenzie di rating, quali MSCI, Sustainalytics, Vigeoiris e CDP.

Ultimo report pubblicato da IB è l'Annual Report 2021, a cui è allegato anche un *Sustainability Performance Summary* che, come accennato precedentemente, rappresenta l'unico documento dedicato esclusivamente alla performance ESG pubblicato dall'azienda. Così, l'Annual Report ha la funzione di illustrare nella sezione dedicata alla performance, il sistema di KPIs economico- finanziari che l'azienda adotta per monitorare l'implementazione della strategia e fornire una prima *ESG review*, che riproduce essenzialmente la medesima informativa e struttura dell'anno precedente; unica differenza consiste nell'inserimento di una pagina dedicata alla TCFD. Compito del *Sustainability Performance Summary* è invece quello di sintetizzare quanto espresso all'interno del report. Infine, è opportuno evidenziare che la *disclosure* di sostenibilità 2021 è stata condotta in linea con gli standard proposti da GRI e SASB. Mancano tuttavia, nell'ambito della reportistica ESG di IB delle metriche che misurino la performance dell'azienda rispetto all'obiettivo strategico di espandere il proprio business dei Next Generation Products. Tale situazione è probabilmente da ricondurre al tardo sviluppo con cui si è evoluta e continua ad evolversi la *disclosure* di sostenibilità di IB, che non ha ancora raggiunto uno stadio di maturazione paragonabile a quella di altri competitor.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Anno	Titolo Report	N.ro Pagine	Standard	Awards & Rating	Disclosure Topic	Sistema di metriche
2017	Annual report: par. <i>Corporate Responsibility</i>	5	N.A.	N.A.	Rewarding workplace, responsible products, respecting natural resources, reinvesting in society	No
2018	Annual report: par. <i>Sustainability Review</i>	5	N.A.	N.A.	Reduced harm, People & Operations, Sustainable Supply Tobacco	No
2019	Annual report: par. <i>Sustainability Review + materiality assessment</i>	5	N.A.	N.A.	Reduced harm, People & Operations, Sustainable Supply Tobacco	No
2020	Annual report: par. <i>ESG review</i>	9	SDGs	<b>ESG rating:</b> MSCI, Sustainalytics, Vigeo Eiris, CDP	Consumer health, Climate and energy, Farmer livelihoods and welfare, Humanrights, Waste	Si
2021	Annual Report, Sustainability Performance Summary	13	GRI, SASB, SDGs, TCFD	<b>ESG rating:</b> MSCI, Sustainalytics VigeoEiris, CDP	Environment, Health and Safety, Diversity, Farmer Livelihoods & Welfare	Si

#### v. Japan Tobacco

JT è una multinazionale giapponese con *Corporate Headquarter* a Tokyo e parent company di Japan Tobacco International con sede a Ginevra. Il gruppo opera in tre settori: *tobacco, pharmaceutical e food & beverage*. Con il primo che pesa per il 90% del fatturato, pari a circa \$20 miliardi nel 2021 (Japan Tobacco, Integrated Report, 2021, p. 117), e una market share del 9% (Statista: Tobacco Products Report, 2020, p. 29), commercializza i suoi prodotti in più di 130 paesi.

JT è entrata nel business dei prodotti di nuova generazione nel 2016 utilizzando un approccio ibrido (*T-Vapor*), con il lancio in Giappone di *Ploomtech*, sigaretta che combina le caratteristiche dei prodotti *e-vapor* con la presenza di tabacco (elemento che invece contraddistingue tipicamente i prodotti *heat-not-burn*). Nello stesso anno JT lancia anche in US una propria di sigaretta *e-vapor* sotto il brand Logic. Ad oggi JT è presente in entrambi i segmenti, con un focus prioritario, che risulta dal businessplan 2022, nei confronti della categoria degli HTS (*Heated Tobacco Sticks*), rispetto alla quale il Gruppo afferma di voler investire 300 miliardi di yen (circa 100 miliardi di yen in più rispetto agli investimenti realizzati nel corso degli ultimi tre anni) nel periodo 2022-24, tra R&D e *capital expenditure*, con l'obiettivo di rafforzare la propria presenza nel segmento ritenuto con maggior potenziale di crescita.

La *disclosure* di sostenibilità può essere anche qui, come nel caso di PMI, scomposta in due macro-fasi, scandite dai due modelli di reportistica adottati: il modello del *Sustainability Report* e quello dell'*Integrated Report*.

Risale al 2013 la pubblicazione del primo Group Sustainability Report disponibile sul sito web di JT, sebbene nel report 2014 venga affermato che forme di *disclosure* sulla CSR siano state rilasciate sin dal 1998. Nella misura in cui ingloba la performance di sostenibilità di tutti e tre i settori in cui l'azienda è presente, l'approccio alla sostenibilità e alla relativa comunicazione rimane piuttosto ampio, per quanto emerga chiaramente la centralità del core business del tabacco. La strategia di sostenibilità descritta all'interno del report poggia su quattro categorie di stakeholder: consumatori, azionisti, dipendenti e società in senso ampio.

Alla luce di queste diverse prospettive vanno lette le sezioni successive del Sustainability Report 2013, le quali trattano i temi di *People, Supply Chain, Environment, Product responsibility & consumer impacts*. Con riferimento all'ultimo tema, JT individua una serie di principi ad esso legati, tra cui rileva particolarmente

l'impegno verso lo sviluppo di *reduced-risk products*: “*We are committed to meeting consumer demand for emerging products. Although the regulatory backdrop for emerging products is not yet established, we are building our expertise in this area and continue to research emerging products, some of which may reduce health risks.*” (Japan Tobacco, Sustainability Report, 2013, p. 49). Emergono da questa citazione del report gli elementi chiave utilizzati per valutare la *stakeholder preference* di un business, portando a riflettere su come alle volte, alcuni di questi possano spingere verso direzioni contrapposte. Nelle ultime pagine del documento viene inoltre dichiarato che JT è membro del Morningstar Socially Responsible Investment Index (MS-SRI) e che il documento è stato redatto servendosi della guida di GRI (G4 Sustainability Reporting Guidelines) sebbene non possa essere dichiarato in *compliance* rispetto allo standard. La medesima struttura è adottata da JT anche nella redazione del Group Sustainability Report 2014, senza particolari elementi da rilevare ad eccezione dell'acquisizione di Zandera, produttore di *e-cigarettes*, che mette in mostra il trend di espansione nel business dei *risk-reduced products*. Mancano, in entrambe le versioni dei *Sustainability Report* descritti, delle metriche in grado di quantificare la performance di sostenibilità raggiunta nel corso dell'esercizio.

Decisamente diversa è invece la struttura del Sustainability Report 2015, che si scompone innanzitutto in due macro-parti, l'una dedicata al gruppo nel suo complesso, l'altra ai singoli business. Dunque, nella prima parte vengono trattati i temi comuni come quelli legati all'approccio strategico alla sostenibilità e allo *stakeholder engagement* nella definizione dei temi di maggiore materialità. È interessante riportare le parole del Senior Vice President CSR che introducono il documento: “*investor interest in sustainability issues has increased over the past five years, and each engagement helps us to better understand what is expected of us*” e ancora “*We also often field questions on product innovation, corporate governance, and environmental management. I anticipate that we will get further interest in responsible investment in the coming years, partly fueled by global regulatory trends that will require companies to improve their transparency on nonfinancial performance*” (Japan Tobacco, Sustainability Report, 2015, p. 7). Queste parole completano lo scenario se integrate con quanto riportato sopra, fornendo una visione d'insieme delle diverse componenti che, leggendo tra le linee, hanno inciso progressivamente sulle scelte di *portfolio strategy* prese da JT. L'informativa contenuta all'interno della sezione dedicata ai business del tabacco replica il tipo di contenuto che nei report precedenti era descritto all'interno della sezione *Product responsibility & consumer impacts*. Inoltre, il 2015 è anche l'anno in cui, la *disclosure* di sostenibilità di JT diventa formalmente in linea con il framework di GRI. Ultimo elemento da notare è l'arricchimento del numero di rating riportati nel paragrafo dedicato ai riconoscimenti ricevuti, in cui sono citati in primis: DJSI, MS-SRI, CDP.

Non si rilevano sostanziali variazioni nel Group Sustainability Report 2016 al di là dell'aumento dell'informativa, con il passaggio da 83 a 125 pagine, senza però alcun impatto sulla struttura o la tipologia di contenuti trattati.

Segue nel 2017 un nuovo aggiornamento della *sustainability agenda* specificamente rivolta al business del tabacco. Il framework, che continua a poggiare sulle quattro dimensioni sopra citate - *consumer, employees, shareholders, society* - va però ad integrare anche quattro aree di intervento - *products & services, people, supply chains, regulatory environment & illegal trade* - su cui operare nel rispetto di tre condizioni necessarie -

*respecting human rights, improving social and environmental impact, exercising good governance and business standards.* La nuova strategia non incide tuttavia sulla struttura e sul contenuto del report, che continua ad essere divisa per business e a mantenere un approccio prettamente qualitativo.

Ai rating citati nella sezione conclusiva del report si aggiunge, nel 2017, il giudizio del FTSE Blossom Japan Index, che misura le pratiche di sostenibilità delle aziende giapponesi. Step successivo compiuto nella reportistica di JT nel 2018 è la declinazione delle quattro aree di intervento individuate nell'ambito della *sustainability agenda*, attraverso la prospettiva dei SDGs. Dunque, per ciascuna dimensione è indicata la vision, gli obiettivi e il corrispondente *goal* individuato tra quelli del UN. È infine ulteriormente arricchita la sezione dedicata ai premi e riconoscimenti ricevuti nel corso dell'esercizio, sebbene non sia più menzionato lo score di MS-SRI.

Il 2019 segna il passaggio dal modello di reportistica del *Sustainability Report* a quello del *Integrated Report*. Ne segue una struttura radicalmente diversa, che si riflette nel volume del documento, che passa da una media di circa 100 pagine delle precedenti versioni a 168 nel 2019 e 185 nel 2020. Tale struttura si basa sul modello del <IR> framework sviluppato dallo IIRC, mentre il contenuto relativo alla *disclosure* ESG continua a far leva sullo standard GRI.

In linea con le caratteristiche di un report integrato, JT al suo interno comunica tanto aspetti generali legati alla creazione di valore e alla performance finanziaria, quanto temi inerenti alla sostenibilità. A quest'ultima sono infatti dedicate due sezioni del documento, l'una relativa alla *sustainability strategy*, che continua a poggiare sui quattro pilastri di cui sopra, l'altra alle tre condizioni necessarie per adottare una strategia di sostenibilità, introdotti nel report del 2017 - *respecting human rights, improving social and environmental impact, exercising good governance and business standards*. Continua tuttavia ad essere assente un sistema di performance measurement riguardante la performance di sostenibilità, così come un esplicito riferimento alle dimensioni ESG. È invece mantenuto nella parte conclusiva, il riferimento agli *awards & recognition* che si arricchisce rispetto all'anno precedente del certificato rilasciato dalla Equal Salary Foundation nel 2019.

Segue l'Integrated Report 2020: in questa nuova versione, le due sezioni dedicate alla sostenibilità sono accorpate in un'unica macro-sezione, senza però incidere sulla tipologia di argomenti trattati. Ancora una volta, sono rilevanti ai fini dello scopo del presente lavoro, le parole pronunciate da CEO nella lettera introduttiva al report: *“we have been steadily reconfiguring the tobacco business's operating model over the past three years to optimize Group-wide resource allocation. One outcome of this process was our decision to consolidate the international and Japanese-domestic tobacco businesses into a single unit.”* (Japan Tobacco, Integrated Report, 2020, p. 17) Queste parole, riportate nell'ambito di un paragrafo intitolato *“Sustainability initiatives for long-term business growth”*, mettono in risalto l'impatto che la sostenibilità ha sulle scelte di *corporate strategy* e nel caso specifico anche nei termini di *parenting strategy*. Nel prosieguo del paragrafo inoltre viene affermato che l'intenzione del management è quella di massimizzare il valore per gli stakeholder attraverso scelte di investimento basate sulle quattro prospettive che guidano la *sustainability strategy* del gruppo - clienti, azionisti, dipendenti e società in senso ampio. Pertanto, il processo illustrato nella sezione dedicata alla sostenibilità, si sviluppa a partire dai quattro principi guida del management, prosegue con il *materiality assessment* realizzato ingaggiando gli stakeholder prioritari per l'azienda, si

traduce in strategie di sostenibilità e viene infine comparato rispetto ai SDGs. Il resto del documento segue la struttura descritta nella versione dell'anno precedente, suddivisa in base ai business.

Recentemente, nel mese di giugno 2022, è stato pubblicato l'ultimo Integrated Report 2021 di JT. Ridotto nelle dimensioni, 129 pagine *versus* le 185 dell'anno precedente, ne conserva la medesima organizzazione dell'informativa, secondo le aree sopra descritte. Ad essere oggetto di interesse è piuttosto il forte orientamento che, a differenza delle versioni precedenti, emerge nei confronti dei cosiddetti HTS (*Heated Tobacco Sticks*), ritenuti segmento prioritario nell'ambito del business degli *smoke-free product*. A tal proposito l'azienda afferma di voler incrementare gli investimenti in tale categoria al fine di espandersi geograficamente in Russia ed Europa e raggiungere il *break-even* entro il 2027. Per farlo, JT dichiara di voler concentrare in questa direzione le risorse destinate dal business plan relativo ai prossimi tre anni. È infatti interessante notare come, all'interno del report sia presente un'analisi SWOT<sup>8</sup> che considera tra le *weaknesses* di JT la scarsa presenza nel business dei *risk reduced products*, destinati a diventare il pilastro core della crescita del settore sulla base di quanto discusso nel paragrafo *outlook 2022-24*. Rimane molto ricca anche la sezione dedicata agli *awards e recognitions*, mentre invariati sono gli standard utilizzati nella redazione del report, con il riferimento allo IIRC per quanto riguarda struttura dell'Integrated Report e GRI riguardo all'informativa ESG.

Alla luce dell'analisi sin qui condotta è possibile affermare che l'approccio di JT alla *disclosure* di sostenibilità rimanga dunque sostanzialmente qualitativo, impedendo così di estrapolare delle metriche che consentano di quantificare l'impatto che la ESG performance ha avuto nel tempo rispetto alla *portfolio strategy*.

Una sintesi delle principali informazioni sopra descritte è presentata in forma schematica nella seguente tabella:

Anno	Titolo Report	N.ro Pagine	Standard	Awards & Rating	Disclosure Topic	Sistema di metriche
2013	Group Sustainability Report	66	GRI G4 reporting	<b>ESG rating:</b> MS-SRI	People, Supply Chain, Environment, Product responsibility & consumer impacts	No
2014	Group Sustainability Report	61	GRI G4 reporting	<b>ESG rating</b> MS-SRI	People, Supply Chain, Environment, Product responsibility & consumer impacts	No
2015	Group Sustainability Report	83	GRI G4 reporting	<b>ESG rating</b> DJSI, MS-SRI, CDP	Supply Chain, Environment, Illegaltrade, Product responsibility & consumer impacts	No
2016	Group Sustainability Report	125	GRI G4 reporting	<b>ESG rating:</b> DJSI,MS-SRI, CDP	Supply Chain, Environment, Illegaltrade, Product responsibility & consumer impacts	No
2017	Group Sustainability Report	99	GRI G4 reporting	<b>Awards:</b> FTSE Blossom Japan Index, White 500 <b>ESG rating</b> DJSI, MS-SRI, CDP	Products & services, people, supply chains, regulatory environment& illegal trade	No
2018	Group Sustainability Report	89	GRI G4 reporting, SDGs	<b>Awards:</b> FTSE Blossom Japan Index <b>ESG rating:</b> DJSI, CDP, SBT	Products & services, people, supply chains, regulatory environment& illegal trade	No
2019	Integrated Report	165	GRI G4 reporting, SDGs, IIRC	<b>Awards:</b> FTSE Blossom Japan, GLF, White 500, Equal Salary Employer <b>ESG rating:</b> DJSI, CDP, SBT	Products & services, people, supply chains, regulatory environment& illegal trade	No
2020	Integrated Report	185	GRI G4 reporting, SDGs, IIRC	<b>Awards:</b> FTSE Blossom Japan, GLF, White 500, Equal Salary Employer, <b>SBTESG rating:</b> DJSI, CDP	Products & services, people, supply chains, regulatory environment& illegal trade	No
2021	Integrated Report	129	GRI G4 reporting, SDGs, IIRC	<b>Awards:</b> GES certificate, White 500, FTSE Blossom Japan, SBT <b>ESG rating:</b> DJSI, S&P / JPX Carbon Efficient Index, CDP	Products & services, people, supply chains, regulatory environment& illegal trade	No

<sup>8</sup> Strumento di analisi finalizzato ad individuare i punti di forza e debolezza endogeni di un'azienda (*Strengths e Weaknesses*), così come le opportunità e le minacce derivanti dall'ambiente esterno (*Opportunities e Threats*).

## V. Discussioni e conclusioni

Alla luce dell'analisi condotta sui framework di reportistica ESG su cui le aziende hanno dichiarato di basare la loro reportistica e sulla *disclosure* di sostenibilità pubblicata dalle stesse, è stato possibile effettuare una lettura d'insieme e comparata relativa ai vari casi osservati.

Le scelte di portafoglio precedentemente descritte hanno inevitabilmente avuto, nel corso del tempo, un effetto sulla composizione del revenue mix di queste aziende. A seconda della tempestività di ingresso nel business dei prodotti *smoke-free* e degli investimenti realizzati nello sviluppo della nuova categoria di prodotti di nuova generazione, gli effetti sul modello di business delle aziende analizzate, non è stato tuttavia uniforme. Emerge chiaramente un posizionamento di leadership da parte di PMI, che presidia ampiamente il segmento dei prodotti *heat-not-burn*. Analogamente, anche BAT è riuscita nel tempo ad ottenere un vantaggio competitivo nella categoria degli *e-vapor*, sebbene rimanga un valido competitor anche nel segmento degli *heated tobacco products*. Leggermente meno differenziale è l'approccio adottato da AG, che nonostante abbia mostrato sin da subito un forte interesse rispetto al business dei prodotti di nuova generazione, presiede direttamente soltanto la categoria degli *oral tobacco products*, dal momento che la presenza negli altri due segmenti è garantita da un lato mediante una partecipazione strategica in JUUL, dall'altro mediante accordi commerciali con PMI. Su un altro livello si muove invece IB, che solo recentemente ha iniziato ad intraprendere un percorso di *business transformation* verso i prodotti di nuova generazione, prevalentemente orientata alla categoria degli *heated tobacco products*. Infine, sarebbe di fatto azzardato esprimere un giudizio completo sulle scelte di JT, in quanto, sebbene abbia adottato una strategia originale con il lancio dei cosiddetti prodotti *T-Vapor*, manca di un'adeguata *disclosure* sul contributo che i diversi business del settore del tabacco hanno sui ricavi aziendali.

Di seguito (Cfr. fig. 4) è sintetizzato il contributo rispetto ai ricavi dei due business – sigarette tradizionali e *smoke-free products* – a partire dall'esercizio del 2015 ed il segmento principale con cui le diverse aziende occupano il business dei prodotti di nuova generazione:

**Figura 4. Composizione portafoglio**

	PMI		AG		BAT		IB		JT	
	<i>Trad.</i>	<i>Smoke-free</i>	<i>Trad.</i>	<i>Smoke-free</i>	<i>Trad.</i>	<i>Smoke-free</i>	<i>Trad.</i>	<i>Smoke-free</i>	<i>Trad.</i>	<i>Smoke-free</i>
<b>2015</b>	99,8%	0,2%	92,4%	7,6%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>2016</b>	97,3%	2,7%	91,8%	8,2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>2017</b>	87,3%	12,7%	91,3%	8,7%	98,0%	2,0%	n.a	n.a	n.a	n.a
<b>2018</b>	86,2%	13,8%	90,8%	9,2%	96,4%	3,6%	97,6%	2,4%	n.a	n.a
<b>2019</b>	81,3%	18,7%	90,3%	9,7%	95,4%	4,6%	96,4%	3,6%	n.a	n.a
<b>2020</b>	76,2%	23,8%	90,1%	9,9%	94,7%	5,3%	97,4%	2,6%	n.a	n.a
<b>2021</b>	70,9%	29,1%	89,8%	10,2%	92,6%	7,4%	97,5%	2,5%	n.a	n.a
<b>Categoria principale</b>	Heated tobacco		Oral tobacco		Heated tobacco E-vapor		Heated tobacco		E-vapor T-Vapor	

Nel trarre le conclusioni dell'analisi descrittiva della *disclosure* e delle scelte strategiche di sostenibilità adottate dalle aziende in esame, è possibile discutere un ultimo tema: la tendenza da parte di talune aziende a comunicare la strategia di sostenibilità anticipatamente rispetto al raggiungimento dei risultati sperati, comparata rispetto all'approccio di altre aziende, che decidono di comunicare la propria strategia e i relativi

risultati soltanto dopo averli raggiunti. Sono un esempio della prima casistica aziende come PMI e BAT, le quali sono state le prime adentrare rispettivamente nel business degli *heated tobacco products* e degli *e-vapor*, accompagnando tali scelte da una strategia più ampia, che si è comunque arricchita progressivamente negli anni successivi. Esistono ad ogni modo delle differenze tra PMI e BAT, nella misura in cui la prima dichiarava la vision di voler raggiungere uno “*smoke-free world*” sin dal suo primo report di sostenibilità nel 2015, mentre nel caso di BAT un significativo cambiamento nella strategia e nella reportistica di sostenibilità si è verificato con la nomina del nuovo CEO nel 2019. Sensibilmente diverso è stato invece l’approccio comunicativo di AG che, pur rimanendo sulla scia dei nuovi trend di mercato in US, ha fatto seguire soltanto tempo dopo (nel 2019) la comunicazione di una strategia esplicitamente rivolta a favorire la transizione verso il business dei prodotti di nuova generazione, sintetizzato dall’espressione “*moving beyond smoking*”. Infine, è possibile distinguere ulteriormente i casi di JT e IB che, sebbene si siano attivati con tempistiche diverse nell’ingresso nel business dei prodotti *smoke-free*, non hanno ancora associato tali scelte ad una più ampia strategia esplicitamente rivolta alla sostenibilità.

Per quanto riguarda l’aspetto della integrazione dei temi ESG all’interno della *corporate strategy*, l’analisi condotta evidenzia un diverso grado di integrazione che va a riflettersi nella *disclosure* aziendale.

In primo luogo, è infatti possibile distinguere quelle aziende come PMI e JT che recentemente hanno intrapreso la strada dell’*Integrated Reporting*, da quelle, come BAT e AG, che continuano ad adoperare il modello del *Sustainability Report*, o ancora quelle aziende come IB, che adoperano l’*Annual Report* per comunicare le loro iniziative di CSR. Altro elemento di distinzione è rappresentato dall’adozione di un sistema di metriche quantitativo finalizzato a misurare la performance ESG: AG e BAT pubblicano un *datatable* cui è possibile accedere attraverso il sito web aziendale, così come molto dettagliato è anche il sistema di *performance measurement* sviluppato da PMI; non appartengono a questa categoria JT e IB che invece adottano uno stile comunicativo sulla sostenibilità prevalentemente qualitativo. A tal proposito, è possibile ulteriormente investigare il tema della misurazione della performance ESG, sottolineando che ciascuna azienda sviluppa il proprio sistema di metriche in coerenza con il tipo di struttura che intende dare alla sua reportistica, da cui ne deriva una certa disomogeneità nei criteri adoperati e nel modo in cui sono esposti; ne è un esempio il fatto che PMI e BAT comunicano dei KPIs appositi per misurare la *business transformation* verso un modello di business sempre più orientato ai prodotti di nuova generazione, mentre Altria Group non ha ancora previsto dei criteri per farlo. Infine, un ulteriore elemento di disomogeneità è rappresentato dalla comunicazione circa i riconoscimenti e i ranking raggiunti presso le diverse agenzie di rating ESG, con MSCI, DJSI, CPD tra quelli più comunemente citati.

Sul versante opposto, costituiscono un fattore di omogeneità i framework di reportistica adottati e conseguentemente gli argomenti di *disclosure* trattati, sebbene presentati con strutture e livelli di profondità diversi. Tra i più ricorrenti emergono senza dubbio gli standard sviluppati da GRI, SASB e l’allineamento rispetto ai SDGs. La diversa combinazione di questi fattori è ciò che consente di esprimere un diverso giudizio sul livello di performance di sostenibilità delle aziende prese in esame e sul livello di maturazione raggiunto. Inoltre, l’esistenza di comportamenti comuni sul fronte della *disclosure* di sostenibilità (standard,

rating, temi trattati ecc.) e delle scelte di investimento/disinvestimento, è ciò che mette in mostra una relazione tra la volontà di perseguire determinati livelli di ESG performance e la *portfolio strategy*.

Al contempo, la disomogeneità esistente tra i business dei prodotti *smoke-free* presidiati dalle cinque aziende analizzate, permette di utilizzare la matrice della *ESG logic* come strumento di sintesi per valutare la *corporate strategy* delle diverse aziende, alla luce della prospettiva della sostenibilità sociale e ambientale. Al suo interno sono stati collocati i **business dei prodotti *smoke-free*** delle singole aziende, al fine di comprendere il relativo contributo alla ESG performance.

Entrando dunque nel merito della matrice ESG, è necessario innanzitutto definire quali siano gli stakeholder rispetto ai quali viene valutato il grado di preferenza nei confronti del business oggetto di analisi e il relativo peso attribuito a ciascuno di essi.

Nel caso delle aziende operanti nel settore del tabacco, gli stakeholder prioritari comuni a tutte possono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

- Enti regolatori e Sanità pubblica: comprendono le autorità governative, le organizzazioni sanitarie, la comunità scientifica e tutti coloro che tutelano la salute pubblica;
- Consumatori e società civile: includono i fumatori adulti e fruitori di prodotti a base di nicotina, nonché le comunità locali, le NGOs, ecc;
- Comunità finanziaria: composta dagli azionisti, potenziali investitori, banche, aziende assicurative, agenzie di rating, ecc.

Sulla base di quanto descritto sul settore del tabacco e in virtù di quanto emerso dall'analisi dei case study, è possibile affermare che il livello di *stakeholder preference* dettato dalle aspettative di queste tre categorie di stakeholder sia piuttosto elevato nei confronti del business dei prodotti di nuova generazione. Sebbene un quadro normativo definitivo non sia ancora esistente, ciò che è certo è il crescente tentativo da parte delle autorità responsabili della salute pubblica di disincentivare il consumo delle sigarette tradizionali, e il progressivo convincimento che il passaggio ai *risk-reduced products* sia il modo migliore per raggiungere tale obiettivo di lungo periodo. Dunque, nonostante la regolamentazione sia stata descritta spesso come un ostacolo rilevante alla diffusione del nuovo business, è allo stesso tempo possibile ritenere che gli sviluppi da parte della comunità scientifica ne abbiano migliorato notevolmente il grado di accettazione.

Sono i consumatori ad essere il principale driver che ha condotto all'espansione di questa nuova categoria di prodotti, nella misura in cui la crescente attenzione alla salute e al benessere ha portato ad un declino delle sigarette tradizionali e alla ricerca di forme meno dannose di consumo. Ne consegue anche il maggiore interesse da parte degli investitori a verificare la capacità delle aziende di intercettare questi nuovi trend, nella misura in cui l'innovazione del core business in maniera sostenibile è alla base della loro stessa sopravvivenza, come certificato dal crescente peso attribuito agli score del rating ESG.

Data dunque l'elevata *stakeholder preference*, il posizionamento del business rispetto alla *ESG logic* sarà all'interno del quadrante destro della matrice, con il collocamento specifico che varia a seconda della capacità del *business model* aziendale di fare leva sulla sostenibilità come fonte di vantaggio competitivo.

Per misurare tale dimensione è stato suggerito di valutare il grado di innovazione del modello di business adottato. Il caso di PMI rappresenta ancora una volta una *best practice* in tal senso. L'innovazione del *business model*, dal 2015 ad oggi, si manifesta in quattro dimensioni lungo la value chain: *sourcing, operations, commercialization, consumers & revenues*. La prima ha visto il drastico passaggio da una *supply chain* prevalentemente agricola ad una maggiormente diversificata, includendo anche la fornitura di dispositivi elettronici, segnata dalla riduzione dei contratti di coltivazione di tabacco, passati da 350.000 a 250.000 circa, a fronte di aumento degli investimenti nella supply chain dedicata agli *smoke-free products*, pari al 35% della spesa complessiva. Cambio di direzione analogo si è verificato con riferimento alle *operations*: 2/48 erano le fabbriche dedicate alla produzione di prodotti di nuova generazione nel 2015 contro le 8/38 al giorno d'oggi, così come la percentuale di spesa in R&D investita nello sviluppo del nuovo business, passata dal 70% al 99%. Anche sul fronte commerciale è sostanziale l'impatto sul *business model* dettato dalla nuova strategia di PMI, che passa da un modello prettamente B2B ad uno *consumer-centric* per la vendita dei nuovi prodotti, con un notevole incremento dei mercati serviti che diventano 71 rispetto ai 7 del 2015. Ne deriva anche un ribilanciamento dei *revenue streams*, sempre più condizionati dalla vendita di prodotti associati al nuovo business, quantificabili al 29% dei ricavi totali rispetto allo 0.2% del passato.

Molto ambiziosa è anche la *business model innovation* dichiarata da BAT, che con il lancio del programma *Project Quantum* si aspetta di risparmiare annualmente £1.5miliardi mediante la creazione di efficienze operative entro la fine del 2022, destinati ad essere investiti nello sviluppo di nuove competenze digitali e per migliorare la futura performance di sostenibilità. BAT nel 2021 ha illustrato il suo nuovo *business model* incentrato su nove step finalizzati a raggiungere £5 miliardi di ricavi dai prodotti di nuova generazione, sulla base delle attuali stime di crescita che mostrano una crescita superiore al 70% nel numero di clienti dal 2019 ad oggi. Questo si basa su una *value chain* che ha visto notevolmente aumentare gli investimenti nella ricerca scientifica per la riduzione dell'impatto sulla salute causato dal business. A questo si accompagna uno spostamento nella fornitura dei materiali necessari alla produzione delle nuove categorie di prodotto, con più di 30.000 contratti siglati per il reperimento di servizi logistici, di marketing e IT. Leggermente inferiore è il posizionamento di AG, in parte anche a causa di una scarsa *disclosure* sul *business model*. Quanto emerge dalla reportistica aziendale è un forte orientamento ad una supply chain più sostenibile dal punto di vista ambientale, come testimoniato dall'adesione al "Sustainable tobacco program". Inoltre, AG ha dimostrato uno spiccato sforzo nella gestione delle relazioni con la comunità scientifica e nei rapporti con le autorità, con 15 interazioni nel 2020-21 avute con la Federal Drug Administration.

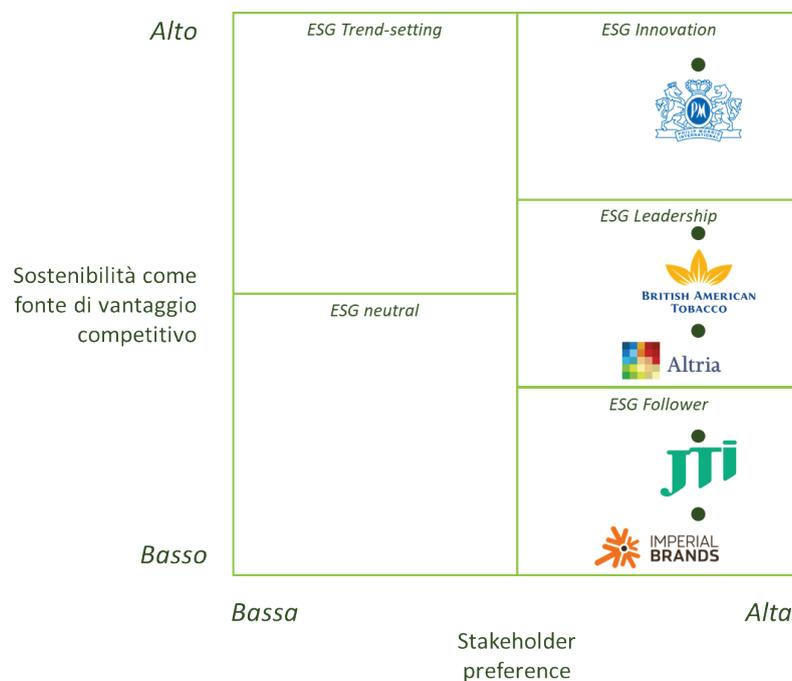
Nel quadrante inferiore si collocano invece le due rimanenti aziende: JT e IB. La prima registra una serie di impatti relativi alla sua *value chain*, dettati dal passaggio ad un *business model* incentrato sui *risk reduced products*, analizzabili lungo cinque aree funzionali: *R&D, Procurement, Manufacturing, Marketing, Distribution/Sales*. Con 5 centri di ricerca dedicati allo sviluppo prodotto, la funzione R&D è sempre più concentrata al lancio di nuove piattaforme, mediante un nuovo approccio operativo, riguardante l'organizzazione dei gruppi di lavoro, che passano dall'essere "*site-based teams*" a "*outcome-based global team*". Anche la funzione di approvvigionamento è stata investita da significativi cambiamenti, in virtù dell'adattamento ad una nuova strategia, incentrata su una maggiore resilienza nel caso di *disruptions*

relative al business dei prodotti di nuova generazione. Con 6/39 impianti produttivi dedicati alla produzione di sigarette *smoke-free*, il *Kaizen approach*<sup>9</sup> rappresenta la novità sostanziale del modello di business con riferimento alla produzione. Importanti cambiamenti nella cultura organizzativa si registrano inoltre anche con riferimento all'area marketing, con lo sviluppo di nuove competenze nel campo della *business analytics* e del B2C, finalizzati alla creazione di un approccio *consumer-centric* nell'intera organizzazione. Infine, JT dichiara di star aggiornando anche le proprie competenze commerciali, alla ricerca di nuovi mercati dove lanciare i prodotti di nuova generazione.

In ultimo, IB non dedica particolare spazio alla *disclosure* sul *business model*, limitandosi ad affermare che le *operations* relative al nuovo business sono state unificate sotto la medesima leadership così da implementare un modello agile e imprenditoriale che permetta di colmare il gap rispetto alla concorrenza.

L'analisi di cui sopra è stata illustrata all'interno della seguente matrice (cfr. fig. 5):

**Figura 5. Matrice ESG Logic**



(Fonte: elaborazione personale)

In sintesi, è possibile affermare che i casi studio condotti nell'ambito del presente lavoro, hanno il merito di confermare una tendenza sempre più evidente, tanto nella prassi aziendale che nell'accademia: l'esigenza a tenere in primaria considerazione la prospettiva della sostenibilità nella valutazione delle scelte di *corporate e business strategy*.

A richiederlo sono i consumatori, mediante scelte di acquisto sempre di più guidate da fattori di sostenibilità socio-ambientale; sono gli investitori, che allocano i propri capitali sulla base di parametri che

<sup>9</sup> Kaizen (Miglioramento continuo) è una strategia in cui i dipendenti a tutti i livelli di un'azienda lavorano insieme in modo proattivo per ottenere miglioramenti regolari e incrementali al processo di produzione. In un certo senso, combina i talenti collettivi all'interno di un'azienda per creare un potente motore di miglioramento.

integrano i criteri ESG nella costruzione di un portafoglio; a richiederlo sono infine anche gli enti regolatori, che fanno spesso della sostenibilità uno degli elementi cardine delle loro agende politiche.

È dunque arrivato il momento anche per le aziende di prendere sul serio le tematiche legate alle performance di sostenibilità, abbandonando definitivamente quegli atteggiamenti di *greenwashing* che spesso hanno portato a severe critiche dell'intero sistema ESG. Le aziende sono oggi chiamate a filtrare ogni loro scelta, strategica e/o operativa, mediante la prospettiva della sostenibilità. Il presente lavoro il conferma tale esigenza e si propone di fornire uno strumento manageriale con cui concretamente analizzare le scelte di *portfolio strategy*, nella speranza che un crescente numero di aziende decida di intraprendere percorsi di crescita *purpose-driven* verso modelli di business sostenibili, in grado di incontrare non soltanto il favore degli *shareholder*, ma di generare al contempo benefici sociali e ambientali per i consumatori e per la società in senso ampio.

## Bibliografia

- Altria Group. (2015). *Corporate Responsibility Progress Report*. <<https://altria.com/en>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Altria Group. (2019). *Corporate Responsibility Progress Report*. <<https://altria.com/en>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Altria Group. (2020). *Corporate Responsibility Progress Report*. <<https://altria.com/en>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Altria Group. (2021). *Corporate Responsibility Progress Report*. <<https://altria.com/en>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Bansal, P. e Roth, K. (2000). “Why companies go green: A model of ecological responsiveness”. *Academy of Management Journal*, 43(4), pp. 717-736.
- Barby, C., Barker, R., Cohen, R., Eccles, R. G., Heller, C., Mayer, C., Roche, B., Serafeim, G., Stroehle, J., Younger, R., Zochowski, R. (2021). “Measuring purpose: An integrated framework”. Copia digitale disponibile: SSRN 3771892, (ultimo accesso: 31/05/2022).
- Baron, D.P. (2001). “Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy”. *Journal of Economics & Management Strategy*, 10(1), pp.7-45.
- Berg, F., Kölbel, J., e Rigobon, R. (2022). “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”. <<https://ssrn.com/abstract=3438533>> (ultimo accesso: 31/05/2022).
- Berger, I. E., Cunningham, P. H., & Drumwright, M. E. (2007). “Mainstreaming corporate social responsibility: Developing markets for virtue”. *California Management Review*, 49(4): 132-160.
- British American Tobacco. (2009). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2012). *Sustainability Summary*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2013). *Sustainability Summary*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2016). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2017). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2019). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2020). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- British American Tobacco. (2021). *Sustainability Report*. <<https://bat.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Campbell, J. L. (2007). “Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility”. *The Academy of Management Review*, 32(3), pp. 946-967.
- Campbell, A., Whitehead, J., Alexander, M. e Goold, M.C. (2014). *Strategy for the Corporate Level*. San Francisco (CA): Jossey-Bass.
- Carroll, A. B. (1999). “Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct”. *Business and Society Review*, 38(3): 268-295.
- Cheng, B., Ioannou, I. e Serafeim, G., (2014). “Corporate social responsibility and access to finance”. *Strategic Management Journal*, 35(1), pp. 1-23.

- Clementino, E. e Perkins R. (2021). “How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy”. *Journal of Business Ethics*, 171: 379-39.
- Collis, D. J., Montgomery, C. A., Invernizzi, G. e Molteni, M. M. (2012). *Corporate level Strategy. Generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*. Milano: McGraw-Hill Education.
- Corbetta, G. e Morosetti, P. (2018). *Le vie della crescita. Corporate strategy e diversificazione del business*. Milano: Egea.
- Crane, A. (2000). “Corporate greening as amoralization”. *Organization Studies*, 21(4): 673-696.
- Delmas, M.A. e Pekovic, S. (2013). “Environmental standards and labor productivity: Understanding the mechanisms that sustain sustainability”. *Journal of Organizational Behavior*, 34(2), pp. 230-252.
- Di Maggio, P. e Powell, W. W. (1983). “The iron cage revisited: Collective rationality and institutional isomorphism in organizational fields”. *American Sociological Review*, 48(2), pp. 147-160.
- Donaldson, T. e Preston, L. E. (1995). “The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications”. *Academy of Management Review*, 20(1), pp. 65-91.
- Downar, B., Ernstberger, J., Reichelstein, S., Schwenen, S. e Zaklan, A. (2021). “The impact of carbon disclosure mandates on emissions and financial operating performance”. *Review of Accounting Studies*, 26(3), pp.1137-1175.
- Du, S., Bhattacharya, C.B. e Sen, S. (2011). “Corporate social responsibility and competitive advantage: Overcoming the trust barrier”. *Management Science*, 57(9), pp. 1528-1545.
- Dunphy, D. C., Griffiths, A., & Benn, S. (2003). *Organizational change for corporate sustainability: A guide for leaders and change agents of the future*. London: Routledge.
- Dutton, J., Dukerich, J. e Harquail, C.V. (1994). “Organizational images and membership commitment”. *Administrative science quarterly*, 39(2), pp. 239-263.
- Eccles, R.G., Ioannou, I. e Serafeim, G. (2014). “The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance”. *Management Science*, 60(11), pp. 2835-2857.
- Eccles, R.G., Lee, L-E. e Strohle, J. (2019). “The Social Origins of ESG?: An Analysis of Innovest and KLD”. SSRN Electronic Journal. 10.2139/ssrn.3318225.
- Eccles, R., Mayer, C. e Strohle, J. (2021). “The Difference between Purpose and Sustainability (aka ESG)”, Oxford Said. <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/20/the-difference-between-purpose-and-sustainability-aka-esg/> (ultimo accesso: 03/06/2022).
- Eccles, R. e Mirchandani, B. (2022). “We Need Universal ESG Accounting Standards”, *Harvard Business Review*. 15 febbraio. <<https://hbr.org/2022/02/we-need-universal-esg-accounting-standards>> (ultimo accesso:18/05/2022).
- Edmans, A. (2011). “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices”. *Journal of Financial economics*, 101(3), pp. 621-640.
- EFRAG (2021). *Proposal for a Relevant and Dynamic EU Sustainability Reporting Standard-Setting*. Brussels: European Reporting Lab@ European Financial Reporting Advisory Group.
- Eisenhardt, K.M. (1989). “Building Theories from Case Study Research”. *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 4. pp. 532-550.

- European Commission. Corporate sustainability reporting. Overview. [https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting\\_en%20#:~:text=EU%20rules%20require%20large%20companies,impact%20people%20and%20the%20environment](https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/company-reporting-and-auditing/company-reporting/corporate-sustainability-reporting_en%20#:~:text=EU%20rules%20require%20large%20companies,impact%20people%20and%20the%20environment) (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Faber, N., Jorna, R., e van Engelen, J. (2005). “The sustainability of ‘sustainability’ - A study into the conceptual foundations of the notion of sustainability”. *Journal of Environmental Assessment Policy and Management*, 7(1): 1-33.
- Flammer, C. e Kacperczyk, A. (2016). “The impact of stakeholder orientation on innovation: Evidence from a natural experiment”. *Management Science*, 62(7), pp. 1982-2001.
- Espeland, W. N. e Sauder, M. (2007). “Rankings and reactivity: How public measures recreate social worlds”. *American Journal of Sociology*, 113(1), pp. 1-40.
- Fama, E. F. e French, K. R. (2007). “Disagreement, tastes, and asset prices”. *Journal of Financial Economics*, 83(3): 667-689.
- Flammer, C. e Luo, J. (2017). “Corporate social responsibility as an employee governance tool: Evidence from a quasi-experiment”. *Strategic Management Journal*, 38(2), pp. 163-183.
- Hart, S.L. (1995). “A natural-resource-based view of the firm”. *Academy of Management Review*, 20(4), pp. 986-1014.
- Hawn, O. (2021). “How media coverage of corporate social responsibility and irresponsibility influences cross-border acquisitions”. *Strategic Management Journal*, 41:1, pp. 58-83.
- Haski-Leventhal, D., Korschun, D. e Linnenluecke, M. (2021). “Sustainability is no Longer Enough: How Corporations are Becoming the New Climate Activists”. *California Review Management*, <https://cmr.berkeley.edu/assets/documents/pdf/2021-11-sustainability-is-no-longer-enough.pdf> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Imperial Brands. 2017. *Annual Report*. <<https://www.imperialbrandsplc.com/>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Imperial Brands. 2018. *Annual Report*. <<https://www.imperialbrandsplc.com/>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Imperial Brands. 2019. *Annual Report*. <<https://www.imperialbrandsplc.com/>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Imperial Brands. 2020. *Annual Report*. <<https://www.imperialbrandsplc.com/>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Imperial Brands. 2021. *Sustainability Performance Summary*. <<https://imperialbrandspic.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Ioannou, I., e Serafeim, G., (2015). “The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts’ perceptions and shifting institutional logics”. *Strategic Management Journal*, 36(7), pp.1053-1081.
- Ioannou, I., e Serafeim, G. (2021). *Corporate Sustainability: A Strategy?*. Working Paper n. 19-065. Harvard Business School.
- Japan Tobacco. (2013). *Group Sustainability Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Japan Tobacco. (2017). *Group Sustainability Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Japan Tobacco. (2018). *Group Sustainability Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).

- Japan Tobacco. (2019). *Integrated Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Japan Tobacco. (2020). *Integrated Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Japan Tobacco. (2021). *Integrated Report*. <<https://jti.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Kidd, C (1992). “The evolution of sustainability”. *Journal of Agricultural & Environmental Ethics*, 5(1): 1-26.
- Leuz, C. e Wysocki, P. (2016). “The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research”. *Journal of Accounting Research*. 54 (2), pp. 525-622.
- Linnenluecke, M.K. and Griffiths, A. (2010). “Corporate sustainability and organizational culture”. *Journal of world business*, 45(4), pp. 357-366.
- Luo, X. e Bhattacharya, C.B. (2006). “Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value”. *Journal of Marketing*, 70(4), pp. 1-18.
- MacMahon, S. (2020). “The Challenge of Rating ESG Performance”. *Harvard Business Review*. settembre-ottobre. <<https://hbr.org/2020/09/the-challenge-of-rating-esg-performance>> (ultimo accesso: 18/05/2022).
- Mazzucato, M. (2018). *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*. U.K.: Allen Lane/ Penguin Random House.
- Maxwell, J.W., Lyon, T.P. e Hackett, S.C. (2000). “Self-regulation and social welfare: The political economy of corporate environmentalism”. *The Journal of Law and Economics*, 43(2), pp. 583-618.
- Molteni, M. M., Collis, D. J., Montgomery, C. A., e Invernizzi, G. (2007). *Corporate strategy. Creare valore nell'impresa multibusiness*. Milano: McGraw-Hill Education.
- Molteni, M. M. (2012), *Integrazione della CSR nella corporate strategy*, in Collis, D. J., Montgomery, C. A., Invernizzi, G., Molteni, M. M. (2012). *Corporate level Strategy. Generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*. Milano: McGraw-Hill Education.
- Pedersen, E. R. G., e Gwozdz, W. (2014). “From resistance to opportunity-seeking: Strategic responses to institutional pressures for corporate social responsibility in the Nordic fashion industry”. *Journal of Business Ethics*, 119(2), pp. 245-264.
- Philips Morris International. (2016). *Sustainability Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Philips Morris International. (2017). *Sustainability Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Philips Morris International. (2019). *Sustainability Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Philips Morris International. (2020). *Integrated Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Philips Morris International. (2020). *Integrated Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Philips Morris International. (2021). *Integrated Report*. <<https://pmi.com>> (ultimo accesso: 10/06/2022).
- Porter, M.E. (1996). “What Is Strategy?”. *Harvard Business Review*, November- December: 37-55.
- Porter, M. E. e Kramer, M. R. (2011), “Creating shared value: Redefining capitalism and the role of the corporation in society”. *Harvard Business Review*, 89(1/2): 62-77.
- Russo, M.V. e Fouts, P.A. (1997). “A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability”. *Academy of Management Journal*, 40(3), pp. 534-559.
- Schein, E.H. (1996). “The Missing Concept in Organization Studies”. *Administrative Science Quarterly*. Vol. 41, No. 2, pp. 229-240 <<https://www.jstor.org/stable/2393715>> (ultimo accesso: 01/06/2022).

- SEC, 2022, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. Release Nos.33-11042;34-94478; File No. S7-10-22. <<https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11042.pdf>> (ultimo accesso: 20/05/2022).
- Serafeim, G. (2020). “Social-impact efforts that create real value”. *Harvard Business review*. settembre-ottobre. <<https://hbr.org/2020/09/social-impact-efforts-that-create-real-value>> (ultimo accesso:18/05/2022).
- Serafeim, G. (2021). *ESG: Hyperboles and Reality*. Working Paper n. 22-031. Harvard Business School.
- She, G. (2021). “The Real Effects of Mandatory Nonfinancial Disclosure: Evidence from Supply Chain Transparency”. *The Accounting Review*, *Forthcoming*, <[https://ssrn.com/abstract=3929796\\_or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3929796](https://ssrn.com/abstract=3929796_or_http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3929796)> (ultimo accesso: 09/06/2022).
- Stroehle, J. e Rama Murthy, S. (2019). *Integrating Frameworks for Multi- Capital Accounting, Reporting and Valuation*. SSRN Electronic Journal. 10.2139/ssrn.3433090.
- SustainAbility. (2018). *Rate the Raters 2018: Ratings Revisited*. New York: SustainAbility.
- Schwery. <<https://schwery.com/sasb-and-iirc-merge/>> (ultimo accesso: 31/05/2022).
- Sharma, S. (2003). “Research in corporate sustainability: What really matters?” in S. Sharma e M. Starik (Eds.), *Research in corporate sustainability: The evolving theory and practice of organizations in the natural environment*. (pp. 1-29). Cheltenham: Edward Elgar.
- Shrivastava, P. (1995). “The role of corporations in achieving ecological sustainability”. *Academy of Management Review*, 20(4): 936-960.
- Senge, P. M., e Carstedt, G. (2001). “Innovating our way to the next industrial devolution”. *MIT Sloan Management Review*, 42(2): 24-38.
- Statista. (2020). Tobacco Products Report. <<https://www.statista.com/study/55497/tobacco-products-report/>> (ultimo accesso: 05/06/2022).
- Stroehle, J. e Rama Murthy, S., 2019, *Integrating Frameworks for Multi-Capital Accounting, Reporting and Valuation - White Paper*, Saïd Business School, University of Oxford.
- Tamimi, N., e Sebastianelli, R. (2017). “Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores”. *Management Decision*, 55(8), pp. 1160-1680.
- United Nations Global Compact e Accenture Strategy. (2019). *CEO Study on Sustainability 2019*. New York.
- Young D. e Reevesn M. (2020), *The Quest for Sustainable Business Model Innovation*. Boston Consulting Group.
- van Marrewijk, M. (2003). “Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion”. *Journal of Business Ethics*, 44(2–3): 95-105.
- WCED (1987). *Our common future*. Oxford: Oxford University Press.



Il lavoro cerca di rispondere alla seguente domanda: il perseguimento di determinati standard di performance ESG può influenzare le scelte di *portfolio strategy* dei *Corporate Headquarters* al pari delle tipiche logiche di business?

Nel volume gli Autori, attraverso l'analisi del *Sustainability reporting* delle maggiori aziende del settore del tabacco, hanno studiato la "relazione" tra il tipo di ESG performance che i principali standard *setter* e le agenzie di *rating* raccomandano di perseguire e le scelte di investimento effettivamente adottate dalle aziende.

Ne è risultato che la volontà del *senior management* di conseguire determinati livelli di performance ESG, influenzi effettivamente le scelte di *portfolio strategy* dei *Corporate Headquarter*. Al fine di fornire uno strumento manageriale con cui individuare il posizionamento di un business rispetto ai temi della sostenibilità, gli Autori hanno sviluppato una proposta di matrice che permette dunque di formalizzare quella che può essere definita *ESG logic*.

Dalla lettura del testo i manager possono trarre utili indicazioni su come approcciarsi al meglio alla creazione di una strategia ESG, attraverso scelte di investimento/disinvestimento da un business o mediante processi di innovazione dei *business model* orientati alla sostenibilità. In questo modo, essi avranno una più ampia e strutturata visuale sulle aree di intervento su cui focalizzare l'attenzione, così da rendere gli investimenti in sostenibilità una fonte di vantaggio competitivo duraturo.

**Francesco Andreottola**, ricercatore del Consiglio Nazionale delle Ricerche presso l'Istituto di Studi sul Mediterraneo e Dottore di Ricerca in Economia Aziendale, coniuga da sempre attività scientifica, di formazione e attività professionale. Il suo sguardo è rivolto alle imprese, quale luogo di innovazione e motore di sviluppo economico, sociale e culturale. La sua produzione scientifica è eterogenea e diversificata e riguarda le tematiche dell'imprenditorialità e del management d'impresa.

**Nicola Andreottola**, laureato magistrale in Management presso l'Università Bocconi, ha maturato significative esperienze lavorative nell'ambito della consulenza strategica, del venture capital e dell'imprenditoria. Ha iniziato il suo percorso di studi presso l'Università Federico II di Napoli e condotto, diverse attività di studio/lavoro all'estero in Argentina, Svezia, Francia, Germania.