



**UNIVERSITÀ  
DI PAVIA**

**Dipartimento di Scienze Economiche  
e Aziendali  
Corso di Laurea magistrale in  
Economia e Gestione delle Imprese**

---

# **La Value Relevance degli indicatori ESG**

**Relatore:**

**Chiar.ma Prof.ssa Maria Chiara Demartini**

**Tesi di Laurea  
di Benedetta Pipino  
Matr. n. 530048**

**Anno Accademico 2023-2024**

# INDICE

## INTRODUZIONE

### **CAPITOLO 1. LA RENDICONTAZIONE DELLA SOSTENIBILITA' AZIENDALE: EVOLUZIONE, MODELLI E STANDARD**

- 1.1 Lo sviluppo della rendicontazione non finanziaria
  - 1.1.1 Il contesto antecedente le due Direttive più recenti
  - 1.1.2 La Non-Financial Reporting Directive (NFRD)
  - 1.1.3 La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)
- 1.2 I fattori di influenza della rendicontazione non finanziaria
- 1.3 Gli standard di rendicontazione
  - 1.3.1 I primi standard di rendicontazione
  - 1.3.2 Gli standard GRI
  - 1.3.3 Gli standard SASB
  - 1.3.4 Gli standard ESRS
- 1.4 I Framework di sostenibilità
  - 1.4.1 La Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)
  - 1.4.2 Il Carbon Disclosure Project (CDP)
  - 1.4.3 La Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)
  - 1.4.4 Il Framework IIRC e il Report Integrato
- 1.5 Il Confronto tra Standard e Framework di Rendicontazione per la Sostenibilità

### **CAPITOLO 2. L'INFORMATIVA AZIENDALE E GLI STRUMENTI PER LA VALORIZZAZIONE**

- 2.1 L'Accountability Aziendale e la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria
- 2.2 La valorizzazione dell'informativa aziendale: il ruolo della Value Relevance e dell'Assurance di Sostenibilità
- 2.3 L' indicatore finanziario aziendale del Valore di Mercato e la sua rilevanza per la Value Relevance di sostenibilità

## **CAPITOLO 3. GLI INDICATORI DI SOSTENIBILITA': CRITERI DI VALUTAZIONE E METODOLOGIE DI CALCOLO**

### 3.1 Gli indicatori ESG

### 3.2 Il rating ESG

3.2.1 Refinitiv Rating ESG: composizione e metodologia di calcolo dell'Esg Score e Pillar Score

3.2.2 Bloomberg Rating ESG: composizione e metodologia di calcolo dell'Esg Score e Pillar Score

### 3.3 Lo sviluppo delle ipotesi di ricerca

## **CAPITOLO 4. LA METODOLOGIA DELLA RICERCA**

### 4.1 Introduzione

### 4.2 La selezione del campione

### 4.3 La metodologia adottata

## **CAPITOLO 5. I RISULTATI EMPIRICI NEL CONTESTO DEL VALORE DI MERCATO E DELL'ORIGINE GEOGRAFICA DELLE AZIENDE**

### 5.1 La distribuzione campionaria degli indici di sostenibilità

### 5.2 La correlazione tra gli indici di Refinitiv e Bloomberg

### 5.3 La correlazione tra gli indici e il valore di mercato

### 5.4 Il confronto del valore di mercato delle aziende in base alla regione geografica di provenienza

## **CAPITOLO 6. LA DISCUSSIONE**

### 6.1 La discussione dei risultati della ricerca

## **CONCLUSIONI**

## **RIFERIMENTI**

## INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, la rendicontazione della sostenibilità aziendale ha acquisito un'importanza crescente nel panorama economico globale. Le aziende non sono più valutate esclusivamente sulla base delle loro performance finanziarie, ma anche in relazione agli impatti ambientali, sociali e di governance (ESG) che generano. Questa evoluzione è stata accompagnata da un incremento di domanda di trasparenza e accountability da parte di investitori, clienti, regolatori e altri stakeholder. Attraverso la rendicontazione non finanziaria, le organizzazioni rendono note le loro strategie, performance e rischi legati alla sostenibilità, contribuendo a una maggiore fiducia e credibilità nei confronti del mercato. Questo processo di comunicazione ha subito notevoli trasformazioni, soprattutto a seguito dell'introduzione di direttive europee come la Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e la più recente Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che hanno stabilito requisiti sempre più stringenti e dettagliati.

Il primo capitolo di questa tesi esplora l'evoluzione della rendicontazione di sostenibilità, esaminando il contesto antecedente le due direttive sopra menzionate e analizzando i fattori che la influenzano maggiormente. Discute inoltre i principali standard di rendicontazione, tra cui i GRI, i SASB e i più recenti ESRS, e i vari framework di sostenibilità, in un'analisi comparativa in grado di far emergere le loro peculiarità e complementarità.

Il secondo capitolo tratta l'informativa aziendale e gli strumenti per la valorizzazione della sostenibilità. In primo luogo, viene approfondita la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria, mettendo in luce come entrambe contribuiscano alla trasparenza e all'affidabilità delle comunicazioni aziendali. Successivamente, l'analisi si concentra sul concetto di Value Relevance, ovvero la capacità dell'informativa di

influenzare la valutazione da parte degli investitori e degli stakeholder, e sul ruolo dell'Assurance di Sostenibilità, un processo di verifica esterna che garantisce l'accuratezza delle informazioni non finanziarie. Infine, il capitolo esamina l'effetto dell'informativa non finanziaria sull'indicatore finanziario aziendale del valore di mercato.

Infine, il terzo capitolo approfondisce nel dettaglio il tema degli indicatori ESG attraverso un'analisi condotta sulle prime 500 aziende dell'indice MSCI ESG World Leaders. Quest'analisi si propone di partire dai punteggi assegnati da Refinitiv e Bloomberg ai loro relativi ESG Score e ESG Pillar per arrivare al confronto di questi mettendo in evidenza eventuali difformità e similitudini. La research question mira a determinare quale tra le due piattaforme, tra Refinitiv e Bloomberg, sia la più affidabile per le questioni di sostenibilità. Le ipotesi formulate sono:

- H1: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli indici di sostenibilità di Refinitiv e Bloomberg per le aziende analizzate.
- H2: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli ESG Score complessivi di Refinitiv e il valore di mercato delle aziende.
- H3: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli ESG Score complessivi di Bloomberg e il valore di mercato delle aziende.
- H4: Esistono differenze significative nei valori di mercato delle aziende basate su diverse regioni geografiche.

Grazie all'utilizzo di indici di statistici, quali il KS2 test, il coefficiente di Pearson, il test di Kruskal-Wallis e il test di Dunn-Sidak è stato possibile testare le ipotesi citate e rispondere alla domanda di ricerca definendo:

- la distribuzione campionaria degli indici di Refinitiv e Bloomberg;
- il grado di correlazione tra indici di sostenibilità di entrambe le piattaforme e quello tra gli indici e il valore di mercato;
- il confronto dei valori di mercato stratificando le aziende in base alla loro regione geografica di provenienza

A ciò seguono la discussione dei risultati, i limiti dell'analisi e le prime

considerazioni finali in cui è esposto un giudizio circa quale piattaforma dovrebbe essere più presa in considerazione dagli investitori perché oggettivamente più affidabile e dettagliata.

# **CAPITOLO 1. LA RENDICONTAZIONE DELLA SOSTENIBILITA' AZIENDALE: EVOLUZIONE, MODELLI E STANDARD**

## **1.1 Lo sviluppo della rendicontazione non finanziaria**

### **1.1.1 Il contesto antecedente le due Direttive più recenti**

L'introduzione delle due più recenti direttive, in materia di rendicontazione non finanziaria, ha origine da un lungo processo concepito attorno a due considerazioni fondamentali: l'incapacità del solo bilancio finanziario di fornire una completa raffigurazione dell'azienda e la necessità di un maggior impegno sociale ed ambientale da parte di tutti gli attori economici per promuovere lo sviluppo sostenibile.

Per quanto riguarda il primo aspetto, numerosi studi hanno dimostrato i limiti del bilancio d'esercizio tradizionale (Cox, 2007). Questo strumento, a causa della sua complessità d'uso, della prospettiva orientata al passato e della limitazione alle sole variabili monetarie, si rivela non solo inadatto a soddisfare le esigenze informative degli stakeholder nel loro complesso, ma anche sempre più inefficace nel fornire agli investitori informazioni decisive per le decisioni d'investimento (Fasan, 2013). La crescente complessità aziendale, dovuta a fenomeni come la globalizzazione, le fusioni e acquisizioni e la comparsa di strumenti finanziari sofisticati, ha aumentato l'incertezza nel processo decisionale. Di conseguenza, un incremento della divulgazione non finanziaria, in grado di mostrare l'effettiva situazione aziendale al di là della mera sfera finanziaria e del breve termine, non solo promuove una maggiore equità nei confronti degli stakeholder precedentemente trascurati, ma fornisce anche un supporto efficace agli investitori nel ridurre l'incertezza nelle loro decisioni d'investimento.

Per quanto concerne il secondo aspetto, è evidente il legame tra il concetto di sviluppo sostenibile e le due direttive più recenti (NFDR e CSRD). La divulgazione aziendale, essendo l'ultima fase del processo di formulazione, implementazione, misurazione e comunicazione della strategia, rappresenta il mezzo attraverso cui l'impresa comunica esternamente i risultati. Pertanto, in linea con le aspirazioni dell'Unione Europea verso uno sviluppo sostenibile, diventa fondamentale avere strumenti adeguati a riportare le informazioni relative alle scelte strategiche volte a tale obiettivo.

Per quanto riguarda invece il percorso politico, che ha portato all'introduzione delle due direttive sulla disclosure non finanziaria da parte del legislatore europeo, si compone di due fasi (Mociardini, 2016). La prima, che va dalla seconda metà degli anni Novanta fino alla metà degli anni duemila, è iniziata quando, l'allora presidente della Commissione europea, Delors invitò le grandi aziende ad abbracciare l'idea della Social Responsibility. Purtroppo, però questo richiamo fu quasi totalmente ignorato, sia a causa della situazione economica e politica instabile dell'epoca, sia a causa del carattere volontario attribuito da Delors che era in grado di individuare i leader aziendali proattivi impegnato in cause sociali ed ambientali volenterosi di andare oltre gli obblighi imposti dall'Unione delle Industrie della Comunità Europea (UNICE)<sup>1</sup> (P. Utting, 2009). Per incentivare le aziende a considerare la Social Responsibility senza disciplinarla giuridicamente, l'Unione europea pose l'accento sulla trasparenza dell'informazione e sulla disclosure in materia di CSR, con l'obiettivo di migliorare la *governance delle grandi aziende* e aumentare l'*accountability* dei manager nei confronti degli stakeholder. Tuttavia, verso la metà degli anni 2000, la questione subì una battuta d'arresto

---

<sup>1</sup> L'Unione delle Industrie della Comunità Europea (UNICE) era un'associazione che rappresentava gli interessi delle imprese europee a livello comunitario, promuovendo politiche favorevoli all'industria e sostenendo lo sviluppo economico nell'Unione Europea.



quando il presidente della Commissione europea Barroso dichiarò che, secondo la sua opinione, la CSR non doveva essere soggetta a regolamentazione europea (Kinderman, 2013).

Dopo la crisi finanziaria del 2008, si verificò un significativo cambiamento di rotta. La pressione pubblica sull'Unione europea per affrontare l'irresponsabilità delle aziende spostò l'attenzione dal dibattito su "se" la reportistica della CSR dovesse essere obbligatoria al "come" questo risultato potesse essere raggiunto (Mociardini, 2016).

Da qui nacque un lungo processo di riflessione e coinvolgimento di vari stakeholder da parte del regolatore comunitario, che culminò nella definizione delle due direttive.

### **1.1.2 La Non-Financial Reporting Directive (NFRD)**

Nel 2014, l'Unione Europea approvò la Direttiva NFDR 2014/95 UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, che stabilì nuovi standard minimi di reporting sostenibile. Essa intervenne sulla Direttiva 2013/34/EU riguardante i Bilanci d'Esercizio e Consolidati<sup>2</sup> e prevede l'obbligo, per i soggetti coinvolti, di presentare, unitamente al bilancio, una dichiarazione di carattere non finanziario ("DNF") che fornisca informazioni attinenti agli aspetti ambientali, sociali, di tutela dei diritti umani, di corruzione e riciclaggio. Quest'ultima doveva includere una descrizione del modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività dell'impresa, le politiche praticate, i risultati conseguiti, gli indicatori fondamentali di carattere non finanziario e i principali rischi (generati o subiti) connessi alle variabili di sostenibilità.

L'intento della direttiva era quello di rendere coscienti gli attori economici circa i rischi potenziali ed effettivi derivanti dalle variabili ESG con la

---

<sup>2</sup> La Direttiva 2013/34/EU riguarda la preparazione e la presentazione dei bilanci d'esercizio e consolidati delle imprese e contiene disposizioni sulle informazioni da includere nei bilanci, mirando a garantire la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie tra le imprese nell'Unione Europea.

possibilità di poter prevenire gli impatti sulla gestione economica aziendale e di garantire informazioni di alta qualità sia per gli investitori, consentendo loro di prendere decisioni consapevoli, che per le altre parti interessate al controllo sulle aziende tramite sollecitazioni a comportamenti aziendali più responsabili. Oltre a questo, mirava ad essere uno strumento di marketing e comunicazione in grado di migliorare l'immagine aziendale e della brand reputation (Compliance, 2020).

La normativa 2014/95 fu applicata a partire dal 1° gennaio 2017, diventando vincolante per le imprese con sede nell'Unione Europea, o gruppi di imprese, di grandi dimensioni (totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40.000.000 di euro oppure totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro) che costituivano enti di interesse pubblico e che avevano avuto in media, durante l'esercizio finanziario, un numero di dipendenti superiore a 500 (PWC, 2018).

Essa non prevedeva l'obbligo di conformità ad un report standardizzato e non contemplava un'elencazione dettagliata dei requisiti di rendicontazione; infatti, le informazioni oggetto di disclosure potevano essere contenute nella relazione sulla gestione oppure in una distinta (es. bilancio di sostenibilità, bilancio integrato). La direttiva si limitava quindi ad essere veicolo di comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e degli impatti della sua attività e per questo la scelta dello standard nazionale, europeo o internazionale era rimessa alle società stesse che dovevano scegliere quello più adeguato tra l'EMAS<sup>3</sup>, il Global Compact delle Nazioni Unite<sup>4</sup>, gli orientamenti

---

<sup>3</sup> L'Eco-Management and Audit Scheme (EMAS) è un sistema di gestione volontario dell'Unione Europea (UE) che fornisce una struttura per le organizzazioni che desiderano valutare, migliorare e rendere trasparenti le proprie prestazioni ambientali. Le organizzazioni che partecipano a EMAS devono rispettare requisiti specifici e sottoporsi a un processo di verifica indipendente per ottenere la certificazione.

<sup>4</sup> Il Global Compact delle Nazioni Unite è un'iniziativa volontaria che coinvolge le imprese nel promuovere principi universali riguardanti i diritti umani, il lavoro, l'ambiente e la lotta alla corruzione. Le aziende aderenti si impegnano a integrare questi principi nelle loro strategie e a comunicare i progressi.

dell'OCSE<sup>5</sup>, la norma ISO 26000 dell'Organizzazione internazionale per la normazione<sup>6</sup> e le linee guida del Global Reporting Initiative<sup>7</sup> (Borsa Italiana, 2020).

Qualora una società non avesse voluto perseguire politiche in relazione ad una o più delle cinque questioni trattate dalla dichiarazione non finanziaria, avrebbe dovuto fornire una spiegazione chiara e motivata (Tettamanzi & Murgolo, Quotidiano Più, 2024).

Infine, alle imprese venne chiesto di comprendere i nuovi requisiti della norma di legge e identificare eventuali divari implementativi, monitorare le nuove grandezze e validare le informazioni, allineare i processi di reporting interni ed esterni definendo un sistema di controllo “robusto” (Borsa Italiana, 2020).

---

<sup>5</sup> Gli Orientamenti dell'OCSE sono una serie di principi e linee guida volontarie rivolte alle imprese multinazionali. Essi riguardano i diritti umani, le norme del lavoro, l'ambiente e la lotta alla corruzione. L'obiettivo è quello di promuovere comportamenti responsabili e sostenibili nelle operazioni aziendali globali, incoraggiando le organizzazioni ad agire in modo etico e trasparente.

<sup>6</sup> La norma ISO 26000 fornisce linee guida per la responsabilità sociale delle organizzazioni, incoraggiandole a operare in modo etico e sostenibile considerando l'impatto sociale, ambientale ed economico delle loro attività.

<sup>7</sup> Il Global Reporting Initiative (GRI) fornisce linee guida per la preparazione di rapporti di sostenibilità aziendale consentendo alle organizzazioni di comunicare in modo trasparente e coerente il loro impatto sociale, ambientale ed economico. Offre un quadro standardizzato che le aziende possono utilizzare per raccogliere e divulgare informazioni sui propri obiettivi, performance e iniziative di sostenibilità, dando la possibilità agli stakeholder di valutare in modo accurato e confrontabile le prestazioni delle aziende in materia di sostenibilità.

Tabella 1. Recepimento della Direttiva 2014/95 UE nei paesi dell'Unione Europea

Country	Definition of a Large Undertaking	Definition of a Public Interest Entity	Report Topics and Content	Reporting Framework	Disclosure Format	Auditor's involvement	Non-compliance Penalties	Safe Harbour Principle	Diversity Reporting Required
Austria	=	○	=	=	○	=	○	=	○
Belgium	○	○	=	=	○	=	○	=	○
Bulgaria	=	○	=	○	○	○	○	=	○
Croatia	=	○	=	=	○	=	○	=	○
Cyprus	=	○	=	=	=	○	○	=	○
Czech Republic	○	○	=	=	○	=	○	=	=
Denmark	○	○	=	○	○	○	✘	✘	○
Estonia	○	=	=	=	○	=	✘	✘	○
Finland	=	=	=	=	=	=	○	=	=
France	=	○	=	=	○	○	○	=	=
Germany	=	○	=	=	○	✘	○	=	=
Greece	○	○	○	=	○	=	○	=	=
Hungary	=	○	=	=	○	=	○	✘	=
Iceland	○	○	=	=	○	○	○	=	○
Ireland	=	=	=	=	=	=	○	=	○
Italy	=	○	=	○	○	○	○	=	=
Latvia	=	○	○	=	○	○	○	=	=
Lithuania	=	○	○	=	○	=	○	=	=
Luxembourg	○	○	=	=	=	=	○	✘	=
Malta	=	=	○	=	○	=	○	=	=
The Netherlands	=	○	=	=	○	=	✘	=	○
Norway	=	○	=	=	○	=	○	✘	=
Poland	=	○	=	○	=	=	○	=	=
Portugal	○	○	=	=	=	=	○	=	=
Romania	○	○	○	=	=	○	○	=	=
Slovakia	=	○	=	○	○	=	○	✘	=
Slovenia	=	=	○	=	○	=	○	=	○
Spain	=	○	○	○	○	=	✘	=	=
Sweden	○	○	○	=	○	=	○	=	=
United Kingdom	○	=	=	=	○	○	○	=	=

**Legend**

- = Requirements are the same as in the Directive
- ✘ Requirements have been omitted
- Requirements have been adapted

Fonte: <https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/1711-NFRpublication-GRI-CSR-Europe.pdf>

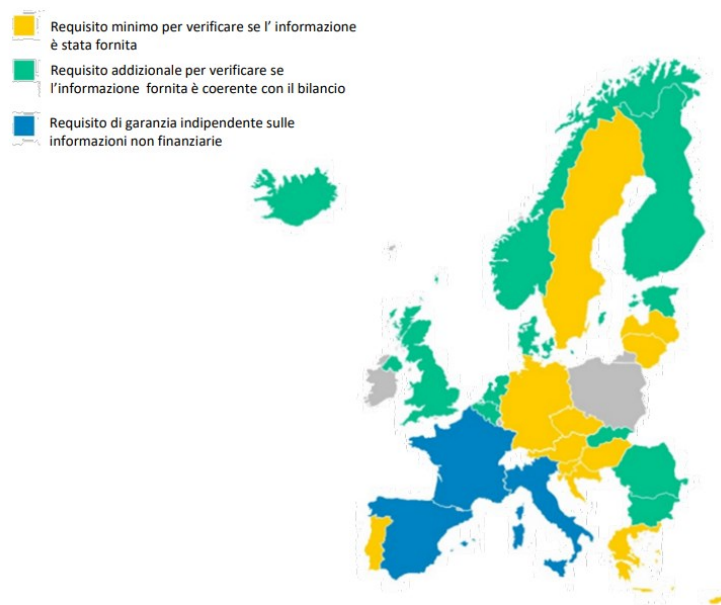
Discutiamo ora l'implementazione della Direttiva 2014/95 UE all'interno dell'ordinamento giuridico degli Stati membri. La tabella riportata offre

un'ampia panoramica circa le scelte effettuate specificando quale paese ha deciso di replicare, adattare o omettere i singoli requisiti delineati dalla norma. Innanzitutto, va detto che la Direttiva 2014/95 UE non voleva rappresentare un mero vincolo giuridico, ma il veicolo necessario all'evoluzione del modo di fare business in modo da generare una migliore performance globale per ogni singola impresa. Infatti, la dilatazione dei tempi concessa dall'Unione Europea agli Stati membri per l'implementazione della direttiva e la libertà iniziale elargita loro nella scelta delle misure da adottare, come la possibilità di imporre o meno sanzioni alle aziende inadempienti, evidenziano la sua chiara intenzione di non voler assumere un ruolo coercitivo, ma piuttosto quello di una guida che potesse accompagnare ciascun Paese in un processo di sviluppo e crescita, rispettando le caratteristiche individuali. Anche l'adozione iniziale del metodo "comply or explain" per la discussione di questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) da parte delle aziende si configura come un compromesso valido. Questo perché, se da un lato non impone necessariamente l'attuazione di politiche basate su criteri ESG, dall'altro obbliga le aziende a dichiarare pubblicamente la loro posizione in merito, assicurando trasparenza e accountability. A differenza dei regolamenti, le direttive vincolano gli Stati membri solo per il risultato da ottenere, lasciando libera scelta per quanto concerne i mezzi e le modalità di raggiungimento. Per questo di seguito riportiamo le principali questioni definite nel dettaglio direttamente dai Paesi membri.

La prima riguarda il riconoscimento delle imprese soggette alla direttiva perché quest'ultima, pur rimandando al numero medio di dipendenti pari a 500, rimetteva agli stessi Paesi la decisione di ulteriori criteri relativi all'identificazione delle "grandi dimensioni" di un'azienda e degli "enti di pubblico interesse". Ciò ha concesso loro la possibilità di poter ampliare o limitare il numero di soggetti sottoposti alle richieste normative sulla disclosure di carattere non finanziario.

La seconda fa riferimento alla definizione del contenuto e degli argomenti relativi alle informazioni non finanziarie e sulla diversità. Anche in questo caso la scelta spettava direttamente al legislatore di ogni Paese europeo che, oltre a questo, aveva anche il compito di chiarire eventuali sanzioni, in caso di violazione delle norme, e di concedere i principi Safe Harbour<sup>8</sup> in circostanze eccezionali (Accountancy Europe, 2020).

Figura 1. Requisiti di Assurance nei Paesi membri dell'Unione Europea



Fonte: [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)

Con riferimento all'Assurance, la NFRD richiedeva che il revisore legale o la società di revisione effettuassero la verifica delle informazioni non finanziarie fornite. Come si può vedere dalla figura 7, questo requisito minimo obbligatorio fu recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri con la possibilità di andare oltre richiedendo anche controlli aggiuntivi riguardanti la coerenza dei dati non finanziari o facendo verificare le informazioni da un revisore indipendente (Manzi, 2022).

<sup>8</sup> I principi Safe Harbour sono norme o regolamenti che, se seguiti, proteggono da responsabilità legale in determinate circostanze, offrendo una sorta di sicurezza o esenzione da sanzioni.

Concludiamo dicendo che, nonostante le misure adottate, a distanza di anni dall'entrata in vigore della NFRD sono emerse diverse criticità legate ai contenuti delle dichiarazioni di sostenibilità e all'insoddisfazione degli utenti. Innanzitutto, il fenomeno del greenwashing, secondo cui le imprese omettono volontariamente alcuni elementi rilevanti nelle dichiarazioni per apparire più sostenibili di quanto siano realmente a danno dei consumatori, degli investitori e degli altri partecipanti al mercato. Poi l'asimmetria informativa, in quanto i dati erano spesso inattendibili e non comparabili e l'irreperibilità, perché i report di sostenibilità erano effettivamente difficili da trovare (Creditsafe, 2023). Per tale ragione, la direttiva è stata più volte revisionata e ampliata dalla Commissione Europea con pubblicazioni a partire dal 2017. La stessa ha quindi rilasciato orientamenti non vincolanti per le aziende, ha integrato le direttive sulla disclosure finanziaria riguardanti gli impatti climatici nel Sustainable Finance Action Plan<sup>9</sup>, ha proposto iniziative a potenziamento della finanza sostenibile e ha previsto varie modifiche fino a quella che segna l'entrata in vigore della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) che sostituisce la NFDR (Compliance, 2020).

### **1.1.3 La Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)**

Negli ultimi anni le esigenze di informazione degli utenti sono notevolmente aumentate per via della costante crescita del mercato degli investimenti di tipo sostenibile, dei gestori di patrimoni che sono sempre più consapevoli dei rischi e delle opportunità che comportano le questioni

---

<sup>9</sup> Il Sustainable Finance Action Plan è un'iniziativa della Commissione Europea per promuovere la finanza sostenibile, riorientando i flussi di capitale verso investimenti che supportano gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'UE e l'accordo sul clima di Parigi. Si concentra sull'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali degli investimenti, sulla trasparenza finanziaria sostenibile e sulla promozione di investimenti innovativi per affrontare sfide ambientali e sociali. Il piano include iniziative legislative e non legislative per migliorare la resilienza del settore finanziario ai rischi ambientali e climatici e per incorporare la sostenibilità nelle politiche di supervisione finanziaria.

non finanziarie e delle nuove regolamentazioni nel settore finanziario che richiedono sempre più informazioni sulla sostenibilità alle aziende. La pandemia di COVID-19 ha accentuato l'interesse per la trasparenza soprattutto nei confronti della vulnerabilità dei lavoratori e della resilienza delle catene di fornitura e per questo, a seguito di un lungo processo di revisione della Direttiva 2014/95 UE, il 21 aprile 2021, la Commissione europea ha pubblicato la sua proposta di Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Questa legislazione obbligatoria, che sostituisce la precedente, è stata recepita dagli stati membri dell'Unione alla fine del 2022 e le sue disposizioni saranno applicate gradualmente dal 2024 al 2029 sulla base dell'eredità della NFRD. I requisiti di reporting vincolano le imprese quotate in borsa (con almeno 450.000 euro di patrimonio totale, almeno 900.000 euro di fatturato netto o almeno 10 dipendenti), le grandi imprese con sede nell'UE, quotate o meno (con almeno 25 milioni di euro di totale attivo, almeno 50 milioni di euro di fatturato netto o almeno 250 dipendenti) e le imprese di "paesi terzi", ovvero le società madri con un fatturato annuo nell'UE di almeno 150 milioni di euro che contano una grande impresa, una filiale con titoli quotati su una borsa regolamentata dell'UE o una filiale con un fatturato netto di almeno 40 milioni di euro (IBM, 2024). Grazie a questo e all'abbassamento della soglia minima dei dipendenti che passa da 500 a 250, il perimetro di riferimento si allarga arrivando al coinvolgimento di circa 50.000 imprese a fronte delle 11.700 che si contavano in precedenza (Moriani, 2022).



Tabella 2. Timeline di conformità alla CSRD

Periodo di riferimento	Anno Finanziario 2024 (Rendicontazione nel 2025)	Anno Finanziario 2025 (Rendicontazione nel 2026)	Anno Finanziario 2026 (Rendicontazione nel 2027)	Anno Finanziario 2028 (Rendicontazione nel 2029)
Tipologia di imprese soggette alla Direttiva	Le organizzazioni già soggette alla NFRD, incluse tutte quelle quotate in un mercato regolamentato dall'UE con 500 o più dipendenti.	Le grandi imprese non soggette alla direttiva NFRD	Le piccole e medie imprese quotate su un mercato regolamentato dall'UE	Imprese di paesi terzi

Fonte: elaborazione personale

L'obiettivo di suddetta legislazione è quello di migliorare il reporting di sostenibilità per sfruttare al meglio il potenziale del Mercato Unico europeo e contribuire alla transizione verso un sistema economico e finanziario pienamente sostenibile e inclusivo, in linea con il Green Deal Europeo<sup>10</sup> e gli obiettivi SDGs<sup>11</sup> di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite (Amelio & Palumbo, 2021).

Diverse sono le principali novità contenute nella Direttiva che la distinguono dalla precedente. Innanzitutto, l'introduzione dei 12 *standard ESRS*, sviluppati dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), e di quelli *dedicati alle esigenze specifiche delle PMI quotate* e la loro interoperabilità con i sistemi già diffusi a livello internazionale (es. GRI, SASB).

Citiamo poi l'inserimento del *principio di Doppia Materialità*, secondo cui le imprese devono divulgare le informazioni riguardanti sia i rischi ambientali e sociali a cui sono esposte, sia gli impatti provocati dalle

<sup>10</sup>Il Green Deal Europeo è un piano ambizioso dell'Unione Europea per rendere l'Europa climaticamente neutra entro il 2050. Lanciato nel dicembre 2019, mira a trasformare l'economia europea in un modello sostenibile, riducendo le emissioni di gas serra e promuovendo l'uso efficiente delle risorse. I suoi obiettivi riguardano la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>, l'energia rinnovabile, l'efficienza energetica, la mobilità sostenibile, la biodiversità e la protezione ambientale.

<sup>11</sup> Gli SDGs, o Obiettivi di Sviluppo Sostenibile, sono un insieme di 17 obiettivi globali fissati dalle Nazioni Unite per affrontare sfide globali come la povertà, l'uguaglianza di genere, l'accesso all'acqua potabile, la salute e il benessere, l'istruzione e il cambiamento climatico. Sono progettati per guidare gli sforzi internazionali verso uno sviluppo sostenibile entro il 2030, garantendo prosperità economica, equità sociale e salvaguardia ambientale per le generazioni presenti e future.

attività aziendali sui fattori di ESG, la *definizione di politiche di sostenibilità* su questioni come protezione ambientale, diritti umani, responsabilità sociale e la *condivisione dei progressi compiuti* verso un'economia sostenibile e le emissioni net zero.

Oltre a questi, nominiamo anche la *rendicontazione dei rischi associati a questioni di sostenibilità*, tra cui il cambiamento climatico e la dipendenza dai combustibili fossili, e la *divulgazione delle procedure di due diligence*<sup>12</sup> adottate per identificare e mitigare gli impatti sociali e ambientali nelle catene del valore e nella supply chain (Iemmolo, 2022).

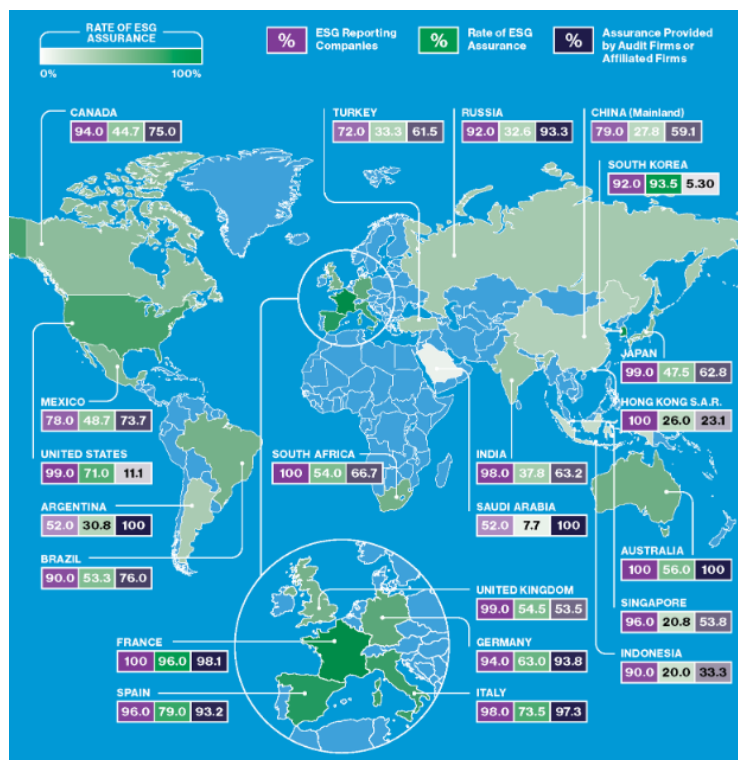
Un'ulteriore novità sta nella *revisione delle informazioni da parte di un ente esterno accreditato* dalle autorità nazionali. Inizialmente la conformità richiederà al revisore di fornire una Limited Assurance, basata principalmente sulle dichiarazioni dell'organizzazione, ma entro il 2027 verrà introdotto il requisito di Reasonable Assurance, che si basa sulla verifica e sulla comprensione da parte del revisore delle operazioni, dei processi e dei controlli dell'organizzazione (Moriani, 2022).

Infine, menzioniamo la *casistica dell'inadempienza*, infatti, a differenza della NFDR che attribuiva la piena responsabilità agli Stati membri, la CSRD introduce un organo indipendente investigativo e di conformità che ha il compito di imporre sanzioni efficaci e proporzionate basate su diversi fattori come la gravità, la durata delle violazioni e la situazione finanziaria dell'azienda. Tutte le organizzazioni devono quindi tenersi aggiornate su eventuali modifiche legislative e raccogliere grandi volumi di dati ESG che possano contribuire alla semplificazione della rendicontazione (IBM, 2024).

---

<sup>12</sup> La "due diligence" è il processo di valutazione delle pratiche aziendali legate alla sostenibilità e alla responsabilità sociale. Coinvolge l'analisi degli impatti sociali, ambientali ed economici delle attività aziendali e la valutazione dei rapporti con dipendenti, fornitori, clienti e comunità e garantisce il comportamento eticamente corretto in termini di rispetto dei diritti umani, protezione dell'ambiente e contribuzione al benessere sociale.

Figura 2. Mappa del Reporting Globale e Pratiche di Assicurazione



Fonte: <https://nineoclock.ro/2024/02/22/sustainability-reporting-and-assurance-practices-of-largest-global-companies-continue-to-mature-ifac-and-aicpa-cima-study-shows/>

Questi aggiustamenti, che col passare del tempo si sono resi necessari, permettono di:

- Potenziare la responsabilità aziendale riguardo al loro impatto su persone e ambiente, rafforzando la fiducia tra imprese e società;
- Ridurre i costi aggiuntivi delle imprese legati alla comunicazione della sostenibilità, agevolando una risposta efficiente alla crescente domanda di informazioni sostenibili;
- Offrire chiarezza sulle informazioni di sostenibilità richieste, semplificando l'accesso alle risorse necessarie per i redattori da parte dei partner commerciali;
- Minimizzare le richieste di comunicazione di informazioni sulla sostenibilità oltre quelle normalmente divulgate nelle relazioni

annuali, riducendo il carico amministrativo sulle imprese (Moriani, 2022).

*Tabella 3. Confronto delle caratteristiche delle due Direttive*

Caratteristica	NFDR	CSRD
Numero di imprese soggette	11.700	49.000
Tipo di materialità	Singola Materialità	Doppia Materialità
Soglia minima dei dipendenti	500	250
Tipo di assurance	Limited Assurance	Attualmente Limited Assurance, poi Reasonable Assurance
Verifica da parte di terzi	Facoltativa	Obbligatoria
Ente investigativo e di conformità	No	Si
Formato specifico	Scelta rimessa all'impresa	ESEF/XHTML

Fonte: elaborazione personale

## **1.2 I fattori di influenza della rendicontazione non finanziaria**

Negli anni si è assistito ad una crescente adesione da parte delle imprese a pratiche di comunicazione volontaria concernenti tematiche di *natura societaria* (assetti di governance, sistemi di controllo, benessere organizzativo) e *socio-ambientale* (rispetto dei diritti umani, rispetto dell'ambiente, sviluppo della società, sicurezza dei prodotti, impatto sull'economia) a seguito di importanti cambiamenti intervenuti nel contesto operativo, delle pressioni esercitate dagli stakeholder e della maggiore attenzione da parte degli enti regolatori a causa dei numerosi scandali finanziari venuti allo scoperto e alla consapevolezza dell'importanza della fiducia per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Questi sviluppi hanno portato, alla fine degli anni '90, all'intensificazione trasversale dell'attività normativa e regolamentare riguardante l'informativa aziendale nei diversi paesi seppur con qualche

differenza in termini di forma, contenuto e grado di obbligatorietà. Ad esempio, sono stati introdotti degli interventi a disciplina della redazione del bilancio di esercizio e della relazione sulla corporate governance e sono state imposte comunicazioni obbligatorie periodiche e una tantum alle società, a soddisfacimento delle esigenze conoscitive dei portatori di interesse. Contemporaneamente, l'aspetto sovranazionale dei mercati finanziari aveva evidenziato la necessità di armonizzazione dell'informativa aziendale, sia in termini di struttura e composizione dei documenti societari, sia di linguaggio contabile con l'obiettivo di rendere i dati economico-finanziari confrontabili e comprensibili per gli investitori internazionali.

Nel contesto evolutivo descritto, si assiste al progressivo ampliamento degli ambiti informativi soggetti a pubblicazione obbligatoria con l'estensione dei contenuti anche a tematiche non strettamente di natura economico-finanziaria (es. valori e missione perseguiti dall'organizzazione, impatti dell'attività aziendale, relazioni), all'avvento della redazione periodica tramite documenti ad hoc, come il bilancio di sostenibilità, e alla conseguente creazione di principi, standard e modelli di rendicontazione da parte di organismi pubblici e privati. Tuttavia, le ricerche di settore evidenziarono comunque un'eterogeneità estrema, sia a livello nazionale che internazionale, a causa della mancanza di disposizioni normative e una stretta correlazione tra le pratiche di informativa volontaria e specifiche caratteristiche aziendali, tra cui la *dimensione*, il *settore di appartenenza* e la sua *profittabilità (grado di concentrazione)*.

Per questo, negli anni '80 furono avviate le prime sperimentazioni sulle performance e sugli impatti socio-ambientali delle aziende per indagarne gli effetti. La letteratura evidenziò una correlazione positiva tra l'ampiezza della disclosure e le *dimensioni aziendali* (fatturato e numero di dipendenti), in considerazione del fatto che le aziende di grandi

dimensioni hanno un grado di comunicazione esterna maggiore, dovuto alla necessità di rendere appetibili i loro strumenti finanziari emessi nei mercati di capitali. Riscontrò poi che il *grado di concentrazione industriale* è inversamente proporzionale alla trasparenza informativa perché riduce i vantaggi competitivi delle aziende attive in mercati caratterizzati da una minore intensità della concorrenza.

Altre indagini individuarono una relazione tra la disclosure socio-ambientale delle imprese e *l'intensità del legame con il territorio*, sottolineando l'importanza del dialogo con le comunità locali nel promuovere comportamenti responsabili e sostenibili volti al miglioramento del livello di legittimazione locale (D'Este, 2013).

### **1.3 Gli standard di rendicontazione**

#### **1.3.1. I primi standard di rendicontazione**

Nel tempo, l'eterogeneità della struttura, dei contenuti e degli stili di rendicontazione utilizzati dalle organizzazioni per i bilanci ambientali, sociali e report di sostenibilità ha fatto emergere il bisogno di armonizzazione soddisfatto successivamente grazie ad una serie di schemi uniformi e quindi linee guida e standard in grado di garantire credibilità e un confronto più rapido e semplice degli stessi strumenti. Le prime iniziative in materia di report ambientale risalgono agli anni '90 quando alle aziende, specialmente a quelle di grandi dimensioni, fu richiesta la pubblicazione di documenti di natura non strettamente economico-finanziaria e patrimoniale da parte di istituzioni ed enti di regolamentazione dei mercati finanziari a seguito di numerosi comportamenti non etici da parte di alcune imprese come Nike, Enrom e WordCom. Tra le iniziative più significative si segnalano *la Public Environmental Reporting Initiative (PERI)*, istituita nel 1993 da un gruppo

di imprese operanti in diversi settori (Sica, 2011); il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP), principale autorità ambientale globale, istituita nel 1994, che promuove l'attuazione coerente della dimensione ambientale e dello sviluppo sostenibile all'interno del sistema delle Nazioni Unite. Ha l'obiettivo di incoraggiare la cura dell'ambiente consentendo alle nazioni di migliorare la loro qualità di vita senza compromettere quella delle generazioni future, di fornire orientamenti ai governi nazionali a vari livelli facilitando il dialogo sulle questioni ambientali tra le autorità governative e, di incoraggiare una più stretta cooperazione tra i principali attori della regione avviando progetti e fornendo competenze scientifiche e giuridiche sulle sfide che l'ambiente europeo deve affrontare. Il suo lavoro è suddiviso in sette ampie aree tematiche: cambiamenti climatici, catastrofi e conflitti, gestione degli ecosistemi, governance ambientale, prodotti chimici e rifiuti, efficienza delle risorse e ambiente (UNEP, s.d.); le Linee guida per i Rapporti Ambientali prodotte nel 1995 dalla Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM) attraverso la creazione di un panel di studiosi ed esperti riuniti in un Forum. Esse prevedevano una documentazione composta da due parti: una qualitativa, con relativa descrizione dell'impresa, delle sue attività, della politica ambientale adottata e delle caratteristiche formali del sistema di gestione aziendale e un'altra di natura quantitativa contenente le informazioni relative all'utilizzo delle risorse naturali e alle spese ambientali sostenute; il regolamento Eco-management and Audit Scheme (EMAS) creato dalla Comunità Europea al quale possono aderire volontariamente le aziende e gli enti pubblici interessati alla valutazione e al miglioramento delle proprie prestazioni ambientali e alla fornitura al pubblico della Dichiarazione Ambientale e quindi all'informativa sulla propria gestione ambientale (Europea, s.d.).

L'affermazione della rendicontazione sociale ha portato alla graduale integrazione dei risultati economici con gli effetti ambientali, sociali ed

etici e inevitabilmente all'introduzione del bilancio di sostenibilità che ha lo scopo di rendere conto agli stakeholder degli impatti economici, sociali ed ambientali dell'attività fornendo un quadro quanto più completo possibile, orientare l'organizzazione al miglioramento continuo delle prestazioni e ampliare le possibilità di analisi, valutazione e scelta da parte degli stakeholder. Le prime forme di standard di rendicontazione sono le seguenti: i principi di redazione del Gruppo Studio per il Bilancio Sociale (GBS) che nasce in Italia nel 1998 con l'obiettivo di offrire una chiara linea guida circa la procedura di formazione del bilancio sociale inteso come strumento integrativo di comunicazione e valutazione dell'aspetto sociale con contenuto minimo definito da determinate procedure e comprensivo anche di dati quantitativi di derivazione contabile. Secondo questi, il bilancio dev'essere redatto dall'azienda in forma libera come documento a sé stante e quindi distinto dal bilancio d'esercizio, rivolto ad un pubblico ampio di stakeholder e veicolo di informazioni circa l'assetto istituzionale, i valori di riferimento, i collegamenti tra politiche e il processo necessario alla sua formazione. Esso dev'essere trascritto secondo i principi di responsabilità, identificazione, trasparenza, inclusione, coerenza, neutralità, competenza, prudenza, attendibilità e omogeneità e articolato in almeno tre parti: identità dell'azienda, calcolo e distribuzione del valore aggiunto e relazione sociale. Nella primavera del 2001, il GBS ha presentato lo standard definitivo (GBS, 2001); l'AccountAbility 1000 (AA1000), sviluppato nel 2018 dall'Institute of Social and Ethical Accountability (ISEA) per migliorare le performance complessive delle organizzazioni e garantire un percorso di sviluppo sostenibile grazie all'aumento della qualità nell'accounting, auditing e nel reporting sociale ed etico. Esso risulta allineato a diversi standard e modelli per via dei temi trattati, in particolare al SA 8000 (Social Accountability) per la tutela dei diritti dei lavoratori e le condizioni nei luoghi di lavoro; al Iso 14000 (International Standard Organisation's) per le questioni ambientali; al GRI



(Sustainability Reporting Guidelines) per le questioni economiche e ambientali. Lo standard di base AA1000 offre numerosissimi vantaggi, tra cui la misurazione degli indicatori chiave di performance sociale, il miglioramento della gestione della qualità nei rapporti con gli stakeholder, con il personale dipendente e con i partner, l'accrescimento della fiducia degli stakeholder esterni, una gestione più efficiente dei rischi nelle relazioni esterne (reputazione, marchio), il soddisfacimento delle esigenze informative degli investitori, l'identificazione di fornitori di servizi qualificati, il chiaro sostegno alla governance dell'azienda, la semplicità dei rapporti tra quest'ultima e le istituzioni pubbliche.

Il suo sviluppo si compone di cinque fasi: Pianificazione, nella quale vengono definiti gli obiettivi sociali ed etici dell'organizzazione e identificati gli stakeholder; Accounting, dove viene definito lo scopo del processo e si verificano la raccolta e la successiva analisi delle informazioni; Auditing e Reporting, ossia la realizzazione della comunicazione scritta o verbale da sottoporre agli stakeholder; Incorporazione, nella quale vengono istituiti e rafforzati sistemi ad integrazione del processo; Impegno verso gli stakeholder.

Lo standard AA1000 si differenzia rispetto agli altri per alcuni elementi fondamentali: Auditing, che si riferisce a tutti i processi di valutazione esaminati da un organismo esterno e indipendente che fornisce garanzie rispetto alla qualità del processo e del report. Il modello copre sia l'audit interno che quello esterno e presenta linee guida che definiscono la condotta dell'auditer sociale ed etico con rispetto ai principi di integrità, obiettività ed indipendenza, competenza professionale, riservatezza; Integrazione, con due possibilità di utilizzo, una valutazione comune volta al rafforzamento delle qualità degli standard specializzati di responsabilità o un sistema autonomo di comunicazione del bilancio e delle performance sociali ed etiche. Le linee guida sono composte da tre sezioni: la prima in cui vengono introdotti standard e strumenti di management per

l'accountability, la seconda in cui questi vengono valutati e l'ultima in cui si trova il modo perché questi possano fungere da supporto dell'AA1000; Coinvolgimento degli stakeholder, con l'obiettivo di costruire e mantenere relazioni durature per incrementare le performance dell'organizzazione. Le linee guida hanno il compito di definire lo scopo, i metodi e le tecniche per migliorare del coinvolgimento degli stakeholder; Valutazione dell'accountability, fondamentale perché si verifichi un miglioramento della responsabilità e delle performance organizzative grazie al dialogo con gli stakeholder che devono essere aiutati nel capire il loro posizionamento all'interno dell'impresa (AccountAbility, 2002).

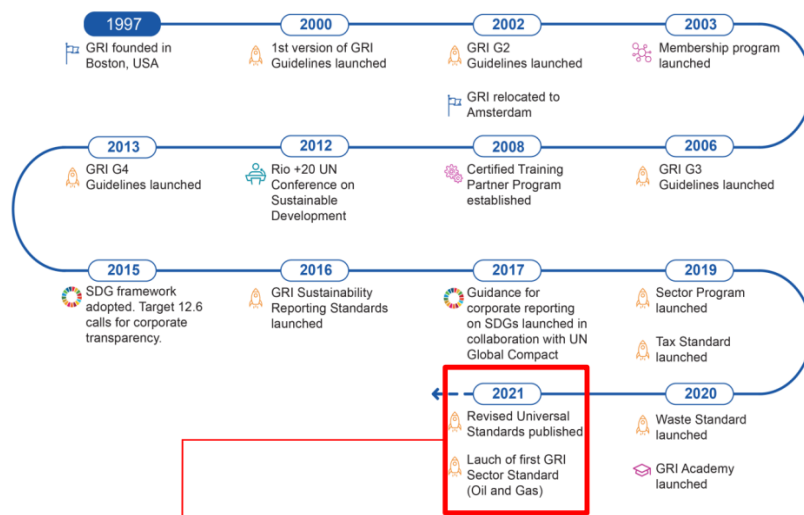
### **1.3.2 Gli standard GRI**

#### **1.3.2.1 Il Global Reporting Initiative: Storia, Governance ed Evoluzione degli Standard GRI**

Fondato a Boston nel 1997 dalla collaborazione di Robert Massie, direttore esecutivo del Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) e Allen White, amministratore delegato del Tellus Institute, e originariamente parte del CERES, il GRI nasce come ente internazionale senza scopo di lucro con il fine di stabilire gli standard di rendicontazione della performance sostenibile di aziende e organizzazioni di tutte le dimensioni appartenenti a qualsiasi settore e paese del mondo. Nel 2002, sotto la direzione del Comitato Esecutivo, il GRI è diventato un organismo indipendente, i suoi principi sono stati riconosciuti dal Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente e la sua sede principale è stata posta ad Amsterdam. Esso comprende una vasta rete globale di stakeholder (tra cui imprese commerciali, organizzazioni sindacali, istituzioni finanziarie e la società civile) supportata dai seguenti organi: il Consiglio di amministrazione (Board of Directors) che ha l'autorità decisionale finale sulla governance organizzativa e sulla strategia di lungo

termine, il Consiglio per gli standard globali di sostenibilità (Global Sustainability Standards Board, GSSB) che ha la responsabilità di sviluppare gli standard, il Comitato di Supervisione dei Processi (Due Process Oversight Committee, DPOC) che assicura l'integrità delle attività relative alla definizione degli standard, il Consiglio degli Stakeholder (Stakeholder Council) che nomina i membri del CdA e fornisce consulenza su questioni strategiche, il Comitato Indipendente per le Nomine (Independent Appointments Committee) che designa i membri del Consiglio per gli standard globali di sostenibilità e del Comitato di Supervisione dei Processi, il Gruppo Consultivo Governativo (Governmental Advisory Group) che permette lo scambio di informazioni tra GRI e i governi in termini di prospettive di responsabilità sociale d'impresa e di reporting di sostenibilità, la Segreteria GRI (GRI Secretariat) che gestisce la comunicazione, le relazioni con gli stakeholder, il marketing e l'amministrazione finanziaria (Initiative, 2024).

Figura 3. Evoluzione degli standard GRI



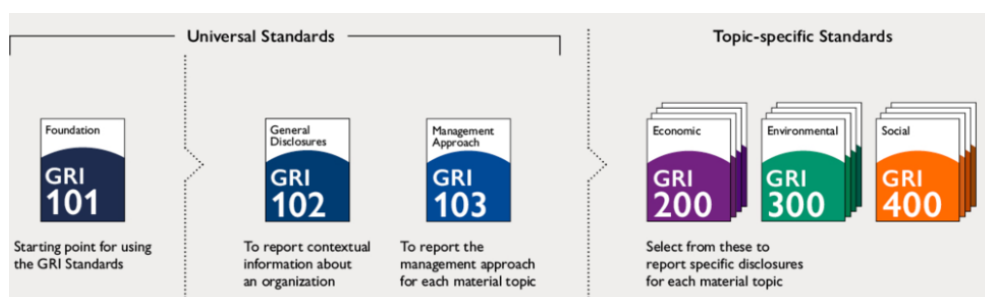
aggiornamento divenuto effettivo a partire dal **1 gennaio 2023**

Fonte: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

Come si può vedere dalla figura 1, nel tempo il GRI ha elaborato tutta una serie di linee guida e standard *volontari* che tuttora aiutano le organizzazioni ad aumentare la trasparenza, a rafforzare le performance di sostenibilità, a migliorare la propria reputazione e a comunicare gli impatti sia positivi che negativi sullo sviluppo sostenibile. Essi rappresentano un quadro di riferimento per la creazione dei rendiconti della performance sostenibile o sociale e presentano una struttura modulare e interdipendente (Srl, 2023).

I primi standard sono stati istituiti nell'ottobre 2016 ed erano composti da sole due categorie: gli *standard universali* e gli *standard specifici* relativi all'ambito economico, ambientale e sociale (Wikipedia, 2023).

Figura 4. Standard GRI 2016

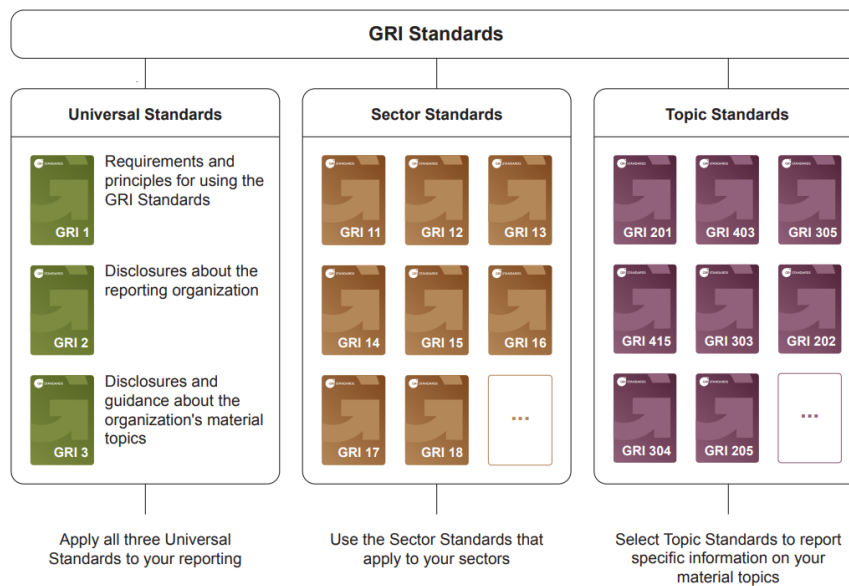


Fonte: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

La revisione degli standard, approvata nel luglio 2021 dal Due Process Committee del Global Sustainability Board (GSSB) e sviluppata in base ad un Protocollo di Due Process, è partita dalle raccomandazioni del Comitato tecnico del GRI sulla divulgazione dei diritti umani con l'intento di incorporare le informazioni obbligatorie sui diritti umani per tutte le società che redigono rapporti, integrare il reporting sulla due diligence negli Standard GRI, fornire una maggiore chiarezza sui concetti chiave contenuti negli Standard GRI e garantire il loro allineamento con i recenti sviluppi in materia di condotta aziendale responsabile, promuovere un'applicazione coerente, incoraggiare una rendicontazione più pertinente

e completa e migliorare la fruibilità complessiva degli Standard GRI. Per questo, nel gennaio 2023 sono entrati in vigore i nuovi standard divisi in *standard universali*, applicabili a tutte le organizzazioni, *standard di settore*, destinati a settori mirati, e *standard tematici*, che riguardano le informative di particolari temi (Srl, 2023).

Figura 5. Standard GRI 2023



Fonte: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

Confrontando le due versioni notiamo che:

- Gli *standard universali* attualmente comprendono il GRI 1: Foundation che illustra il sistema di rendicontazione GRI tramite principi e requisiti che le aziende devono obbligatoriamente rispettare per rendicontare in maniera adeguata; il GRI 2: General Disclosures che introduce una nuova informativa relativa alla condotta aziendale responsabile comprendente del rispetto dei diritti umani e la due diligence; il GRI 3: Material Topics che identifica i temi materiali e mostra come utilizzare gli standard di settore. Tutti e tre sostituiscono i precedenti GRI 101, GRI 102 e GRI 103;

- Gli *standard tematici* sono stati adattati ai nuovi standard universali e di settore;
- Gli *standard di settore* sono stati introdotti col fine di migliorare la qualità e la completezza della rendicontazione delle organizzazioni. Presentano una panoramica generica del settore includendo le principali attività, le relazioni commerciali e interessano in totale 40 settori, a partire da quelli con maggiore impatto ambientale e sociale, come petrolio e gas, agricoltura, acquacoltura e pesca (GRI, A Short Introduction to The GRI Standard, 2023);

I nuovi standard hanno aggiornato e integrato i concetti di *impatto*, di *materialità*, di *due diligence* e di *stakeholder engagement* per rispondere alla richiesta di maggiore trasparenza e responsabilità avanzata della Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) e dai principi di rendicontazione IFRS. Riportiamo di seguito le nuove definizioni.

Quella di *impatto* fa riferimento all'effetto che l'organizzazione ha o potrebbe avere sull'economia, sull'ambiente o sulle persone. Si focalizza sull'importanza dell'impatto sui diritti umani prima assente e sugli effetti delle attività aziendali sul mondo esterno.

Quella di *due diligence* allude ad un processo, che trae spunto dalle linee guida dell'OCSE, attraverso il quale un'organizzazione deve identificare e prevenire gli impatti negativi potenziali e affrontare quelli effettivi.

Quella di *stakeholder* concerne un individuo o gruppo, posto al centro del processo di due diligence, che ha un interesse sul quale le attività dell'azienda hanno o potrebbero avere un impatto a differenza di quanto si diceva nell'edizione 2018 dove la definizione si allargava anche ad un "individuo o gruppo le cui azioni possono ragionevolmente incidere sulla capacità dell'organizzazione di attuare con successo le sue strategie e raggiungere i suoi obiettivi".

Quella di *materialità* si costruisce attraverso un'analisi, svolta tramite il processo di due diligence, dell'impatto delle società su economia, ambiente e persone, che trasforma la rilevanza attribuita dagli stakeholder prevista in passato. L'analisi di materialità vuole che la società identifichi, ricorrendo allo standard GRI 3: Material Topics 2021, i temi materiali più significativi.

### **1.3.2.2 I principi di rendicontazione degli Standards GRI**

Un'organizzazione che intende redigere il bilancio di sostenibilità in conformità agli standard GRI deve, applicare i principi di rendicontazione previsti dal GRI 1 a garanzia di informazioni di elevata qualità, che consentono agli utenti di compiere valutazioni complete in merito agli impatti dell'organizzazione e al contributo che essa apporta allo sviluppo sostenibile. I principi di rendicontazione consistono tutti in un requisito e in delle linee guida e si suddividono in due gruppi: quelli che definiscono i contenuti del report e quelli che ne determinano la qualità. Essi sono:

- *Completezza*: il bilancio deve elencare chiaramente i temi materiali analizzati e definirne i limiti. L'azienda non deve rendicontare solo gli impatti che essa genera direttamente, ma anche quelli a cui contribuisce o che sono collegati alle sue attività, ai suoi prodotti o servizi e alla sua attività commerciale;
- *Accuratezza*: le informazioni di tipo qualitativo e quantitativo oggetto di rendicontazione devono essere sufficientemente dettagliate da consentire agli stakeholder la valutazione della performance aziendale. Le caratteristiche che definiscono l'accuratezza dipendono dal grado di chiarezza o dal perimetro del tema fissato per le informazioni qualitative e dai metodi utilizzati per raccogliere e stilare dati per quelle quantitative;
- *Equilibrio*: le informazioni devono spiegare sia gli aspetti positivi che negativi della performance così da costruire un quadro

imparziale utile alla valutazione degli stakeholder. Per fare ciò bisognerà operare una distinzione, tra dati oggettivi e soggetti a interpretazione, ed evitare omissioni che possano influenzare le decisioni;

- *Chiarezza*: i dati devono risultare comprensibili e accessibili a tutti gli stakeholder e fruibili o in formato cartaceo o tramite altri canali;
- *Comparabilità*: le informazioni devono essere rendicontate in maniera uniforme, sia dal punto di vista dell'utilizzo dei metodi di calcolo che della presentazione degli stessi, per agevolare gli stakeholder nell'analisi dell'andamento delle performance nel tempo e il confronto con quelle delle altre aziende. Al fine della comparazione analitica l'organizzazione dovrà includere dati assoluti (valori totali dell'impatto) e indicizzati (i normalizzati);
- *Affidabilità*: l'azienda deve presentare i processi impiegati nella redazione del report in modo tale che i dati risultino esaminabili e sia possibile definirne la qualità e la materialità. Le informazioni non sostenute da prove concrete non possono essere inserite a meno che il report non ne fornisca le spiegazioni e i soggetti terzi hanno il compito di determinare la veridicità dei contenuti del bilancio di sostenibilità e della documentazione di supporto;
- *Tempestività*: il report dev'essere pubblicato periodicamente affinché i dati siano disponibili nei tempi necessari per consentire agli stakeholder di assumere decisioni giuste e consapevoli;
- *Inclusività degli stakeholder*: l'organizzazione deve identificare gli stakeholder e stabilire un processo chiaro per il loro coinvolgimento così da poter rispondere ai loro interessi e valutare l'importanza delle questioni trattate;
- *Contesto di sostenibilità*: il bilancio di sostenibilità deve illustrare le performance dell'organizzazione valutate rispetto ai limiti e alle



richieste di risorse economiche, sociali ed ambientali su scala settoriale, locale, regionale o globale;

- *Materialità di impatto*: il report deve includere i temi che evidenziano gli impatti economici, sociali e ambientali derivanti dalle attività aziendali e che influiscono significativamente sulle decisioni degli stakeholder. La determinazione della rilevanza di un tema si basa su vari fattori, tra cui le strategie aziendali, gli interessi degli stakeholder, le normative vigenti e le capacità specifiche dell'azienda.

Per ciascuno di questi, il GRI 1 prevede specifici test per poterne valutare l'effettiva implementazione in azienda (GRI, Principi di rendicontazione 2021, 2023).

### **1.3.2.3 L'analisi di materialità**

Come già anticipato in precedenza, la materialità di impatto rappresenta il principio cardine su cui basare la definizione dei contenuti del bilancio di sostenibilità. Essa, infatti se applicata ad un lungo processo critico che prende il nome di *analisi di materialità*, aiuta le aziende nella comprensione, gestione e identificazione delle questioni di sostenibilità “materiali” e quindi di quelle ritenute più rilevanti e significative per loro stesse e per gli stakeholder, inclusi clienti, fornitori, investitori e comunità locali (Zanotti, 2022). Questo tipo di indagine, che può essere svolta da una qualunque impresa interessata a conoscere gli aspetti più rilevanti per la sua gestione, si pone diversi obiettivi, tra cui il miglioramento della strategia di sostenibilità, il rafforzamento delle relazioni con gli stakeholder e la promozione della crescita sostenibile (APLANET, 2022). L'analisi di materialità comporta evidenti benefici per l'organizzazione sul fronte: strategico perché allinea le strategie aziendali con gli obiettivi di sostenibilità concentrando gli sforzi nelle aree di maggiore impatto;

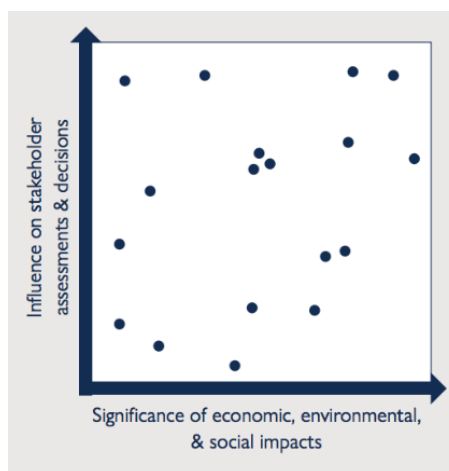
gestione del rischio dato che identifica e gestisce proattivamente i rischi legali alle questioni ESG minimizzando i potenziali danni reputazionali; comunicazione tra le aziende e gli stakeholder con garanzia di trasparenza; valorizzazione delle opportunità poiché identifica nuove opportunità di business legate alla sostenibilità come, ad esempio, l'accesso a nuovi mercati e l'innovazione di prodotto; ottimizzazione delle risorse perché alloca e investe le risorse nelle aree di maggiore priorità contribuendo al miglioramento dell'efficienza operativa; conformità normativa dato che assiste le aziende riducendo il rischio di eventuali sanzioni; miglioramento continuo poiché fornisce insight per la valutazione periodica delle pratiche attuate; Soddisfazione degli stakeholder perché promuove relazioni più solide all'altezza delle aspettative degli stakeholder (Stillab, 2021).

D'altra parte, le aziende potrebbero dover affrontare anche alcuni ostacoli come resistenza interna all'implementazione, infatti alcuni dirigenti potrebbero mancare di consapevolezza riguardo l'importanza dell'analisi; difficoltà nella raccolta dei dati in caso di mancanza di sistemi di monitoraggio adeguati, della disponibilità di dati pertinenti o dell'impossibilità di misurazione di alcune informazioni; sviluppo di strategie adeguate perché una modifica alla catena di valore potrebbe richiedere molto tempo e gli effetti potrebbero essere visibili solo nel lungo periodo (Carlini, Analisi di materialità: che cos'è e cosa comporta?, 2023). Il processo di analisi di materialità si compone di diverse fasi. Si comincia con la raccolta di informazioni su questioni rilevanti attraverso ricerche di settore e trend di mercato. Gli stakeholder vengono poi coinvolti attivamente nell'acquisizione di insight preziosi attraverso sondaggi, interviste e altre forme di dialogo. Successivamente, si passa alla valutazione delle questioni identificate e alla creazione della matrice di materialità che comprende i temi di maggiore priorità. Infine, i risultati vengono integrati nella strategia di sostenibilità (Zanotti, 2022).

Gli strumenti e le metodologie utilizzate, che consistono in sondaggi,

interviste, e focus group, possono variare da organizzazione ad organizzazione, pur mirando tutti all'identificazione, alla valutazione e alla prioritizzazione delle questioni legate alla sostenibilità. Il risultato ottenuto dall'analisi è la matrice di materialità che rappresenta strategicamente l'importanza dei diversi temi di sostenibilità identificati attribuita dal business e dalle parti interessate.

Figura 6. La matrice di materialità



Fonte: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

La matrice consiste in un grafico che rappresenta, attraverso gli assi, due dimensioni: *impatto sull'azienda* e *rilevanza per gli stakeholder*.

La prima valuta quanto un determinato tema influenza direttamente o indirettamente le attività, la reputazione e il valore economico dell'organizzazione, mentre la seconda riflette il grado di interesse e preoccupazione che le parti interessate attribuiscono al tema.

Gli elementi sono ordinati in modo gerarchico e quelli considerati di massima priorità sono posizionati nell'area in alto a destra della matrice, dove le due dimensioni convergono (Stillab, 2021).

#### 1.3.2.4 Requisiti obbligatori e modalità di rendicontazione

I nuovi standard GRI stabiliscono i requisiti aggiornati, già previsti dagli standard precedenti, che l'organizzazione deve necessariamente rispettare per far sì che il bilancio risulti conforme. Attualmente sono nove e sono definiti dal GRI 1: Foundation. Essi riguardano: l'applicazione dei principi di reporting, il rispetto delle informazioni richieste dal GRI 2: General Disclosures, dal GRI 3: Material Topics e degli standard di settore, la determinazione dei temi materiali, la giustificazione delle omissioni, la pubblicazione del GRI Index e della dichiarazione di utilizzo (in accordance with GRI Standard), la notifica al GRI (Marsiglia, 2023).

Per quanto riguarda la modalità di rendicontazione, con la revisione del 2021 viene eliminata la possibilità di scelta tra l'opzione *core* e l'opzione *comprehensive*. La prima comprendeva tutti gli elementi minimi essenziali del bilancio di sostenibilità e gli indicatori core universalmente applicabili; mentre la seconda richiedeva contenuti aggiuntivi relativi all'integrità, all'etica, alla governance e alla strategia rendicontando in modo più specifico gli impatti aziendali. Entrambe si limitavano a riflettere il grado di adesione agli standard GRI senza essere direttamente correlate alla qualità dei dati o alla gravità degli impatti e la scelta dell'azienda ricadeva sull'opzione che sapeva adattarsi meglio alle sue esigenze e a quelle dei suoi stakeholder. Inoltre, se un'azienda poteva anche utilizzare parti selezionate o standard specifici per riportare informazioni rilevanti senza aderire integralmente agli Standard GRI. Questa opzione, nota come "*GRI-referenced claim*", era consigliata per quelle che intendevano concentrarsi solo su alcuni impatti anziché fornire una visione completa dei temi materiali (Srl, 2023).

Al momento, le uniche modalità di rendicontazione contemplate dai nuovi standard sono:

- in accordance with GRI Standards, quando l'organizzazione soddisfa tutti i requisiti obbligatori per la rendicontazione secondo

i GRI;

- with reference to, quando l'organizzazione non è in grado di soddisfare i requisiti oppure utilizza determinati Standard GRI, o parti del loro contenuto, per rendicontare informazioni su argomenti specifici per scopi specifici (Marsiglia, 2023).

### **1.3.3 Gli standard SASB**

Il SASB, conosciuto come Sustainability Accounting Standards Board, è un'organizzazione non-profit istituita nel 2011, da Jean Rogers, con l'obiettivo di formulare gli standard per la rendicontazione di sostenibilità così da facilitare la comunicazione tra aziende e investitori, su dati finanziari significativi per le decisioni, e garantire lo scambio di informazioni affidabili, comparabili e globalmente rilevanti.

Nel 2018, il SASB ha diffuso i propri standard *volontari* dopo un'intensa ricerca durata sei anni che ha coinvolto importanti attori del mercato, tra cui professionisti aziendali, investitori ed esperti del settore. Essi fungono da modello per le aziende che devono comunicare in modo finanziariamente rilevante i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità, sono stati progettati per essere applicabili globalmente e si concentrano su questioni ambientali, sociali e di governance (ESG). Classificano le attività, che potrebbero influenzare la capacità di un'azienda di creare valore per gli azionisti nel lungo termine, in cinque categorie chiamate "*sustainability dimensions*" (ambiente, capitale umano, capitale sociale, modello di business e innovazione, leadership e governance) e si basano su tutta una serie di principi. Uno dei più importanti è quello della "materialità finanziaria" che, riferendosi all'importanza delle informazioni finanziarie per gli investitori e altre parti interessate nel processo decisionale economico, garantisce una visione più ampia rispetto ai tradizionali rapporti finanziari perché considera anche l'impatto economico, ambientale e sociale di un'azienda (Bromberg, 2023).

Figura 7. Temi di sostenibilità trattati dal SASB



Fonte: <https://www.investopedia.com/sustainability-accounting-standards-board-7484327>

Il SASB ha sviluppato il Sustainable Industry Classification System® (SICS®) come strumento di categorizzazione delle aziende in base ai loro rischi e opportunità legati alla sostenibilità. Il SICS, a differenza della maggior parte dei principali sistemi di classificazione che utilizzano le fonti di ricavo per distinguere le aziende, identifica autonomamente il settore e l'industria applicabili a ciascuna azienda, considerando anche fattori aggiuntivi, tra cui il modello di business dell'azienda, le risorse utilizzate, gli impatti sulla sostenibilità e il potenziale di innovazione. Il SASB ha frazionato il SICS in 11 settori specifici che sono suddivisi, a loro volta, in 77 industrie ciascuna delle quali definita attraverso un set completo di standard.

Figura 8. Gli 11 settori del SICS



Fonte: <https://sasb.ifrs.org/>

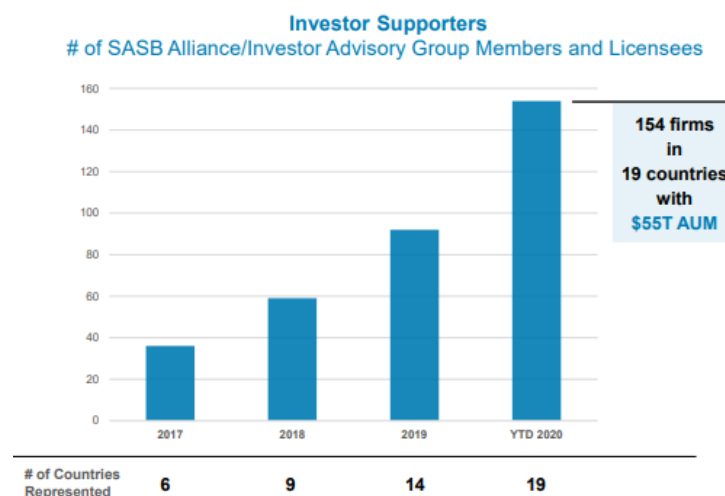
Anche se il GRI (Global Reporting Initiative) rimane il principale standard di riferimento per la rendicontazione della sostenibilità, il SASB offre un approccio nuovo basato sulla divisione dei settori industriali e su tutta una serie di indicatori chiave di performance (KPI) specifici per ciascun settore (APLANET, 2024). Propone una chiara indicazione sullo sviluppo della matrice di materialità e una mappatura predefinita per ciascun settore semplificando il processo di individuazione delle questioni rilevanti.

Il SASB richiede, inoltre, una descrizione narrativa del contesto a garanzia della completezza e della comparabilità dei dati. Questa comprende informazioni circa: la governance dell'entità che include la supervisione del Consiglio di amministrazione e il ruolo della direzione nella gestione dei rischi e delle opportunità relative all'argomento; l'approccio strategico dell'entità che coinvolge la valutazione degli impatti attuali e potenziali dei rischi e delle opportunità correlati all'argomento sulla strategia aziendale e la pianificazione finanziaria a breve, medio e lungo termine; il processo di gestione dei rischi che riguarda l'identificazione, la valutazione e la gestione dei rischi associati all'argomento, e come questi sono integrati

nella gestione generale dei rischi dell'entità; l'uso di metriche o obiettivi funzionali nella valutazione e gestione dei rischi e delle opportunità legati all'argomento.

I termini "Shall" e "Should" sono utilizzati per distinguere tra requisiti obbligatori e raccomandazioni, mentre le Activity Metrics, presentate insieme alle Accounting Metrics, forniscono ulteriori informazioni qualitative e/o quantitative per facilitare una valutazione accurata e la comparabilità dei rapporti. Nonostante le differenze, GRI e SASB non si escludono reciprocamente, anzi si integrano per offrire un quadro completo e robusto per la rendicontazione della sostenibilità aziendale (Bromberg, 2023).

*Figura 9. Sostegno globale degli investitori per gli standard SASB*



Fonte: <https://sasb.ifrs.org/>

L'andamento del sostegno degli investitori agli standard SASB, nel periodo 2017-2020, risulta crescente con un importante passo in avanti nell'anno della pandemia. Ciò vuol dire che gli investitori stanno prendendo consapevolezza del ruolo che le prestazioni ESG giocano nella determinazione del valore a lungo termine e che cominciano a considerare i criteri SASB fondamentali per la valutazione e la comprensione del rischio e delle opportunità legati alla sostenibilità aziendale.



#### 1.3.4 Gli standard ESRS

La direttiva Corporate Sustainability Reporting (CSRD), adottata dall'Unione Europea a gennaio 2023, impone alle società UE ed extra UE con attività nell'UE di presentare il report di sostenibilità insieme ai loro bilanci seguendo gli standard europei obbligatori ESRS, elaborati dall'EFRAG<sup>13</sup> e proposti alla Commissione Europea alla fine del 2022 (Barreca, 2023). La disciplina sul nuovo report prevede l'obbligo di inserire le informazioni necessarie a comprendere l'impatto dell'attività di impresa sui fattori di sostenibilità e come questi ne influenzano l'andamento e i risultati (Assonime, 2023). Il perimetro di riferimento delle aziende coinvolte nell'obbligo di redazione è stato ampliato rispetto a quello considerato dalla NFRD (Non-Financial Reporting Directive) e infatti gli obblighi di disclosure sono stati estesi alle grandi imprese non quotate che abbiano superato almeno due dei seguenti criteri: 250 dipendenti, 20 milioni di euro di stato patrimoniale e 40 milioni di euro di ricavi netti; le piccole e medie imprese quotate, compresi gli istituti di credito di piccole dimensioni e le imprese di assicurazioni dipendenti da un Gruppo; le imprese e figlie di succursali con capogruppo extra-UE, per le quali la capogruppo abbia generato in UE ricavi netti superiori a 150 milioni di euro per ciascuno degli ultimi due esercizi consecutivi e almeno un'impresa figlia soddisfi i requisiti dimensionali della CSRD e una succursale abbia generato ricavi netti superiori a 40 milioni di euro nell'esercizio precedente (APLANET, ESG regolazione, reporting, sostenibilità, 2024).

Per garantire un confronto più semplice e veloce tra i report delle organizzazioni presenti su tutto il territorio, l'Unione Europea si è dotata

---

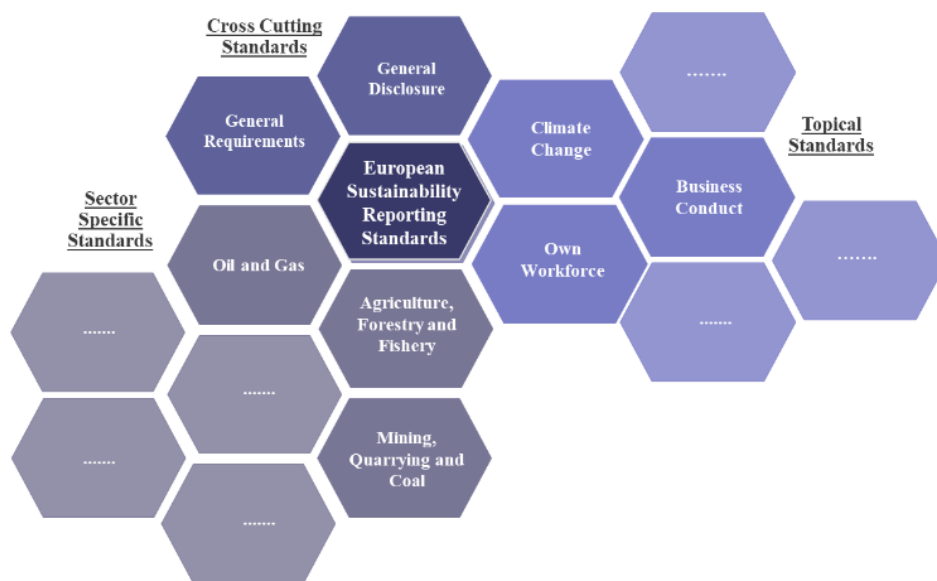
<sup>13</sup> L'European Financial Reporting Advisory Group, con sede a Bruxelles, è l'organizzazione nata nel 2001 col fine di dare consigli tecnici sull'adozione e sull'applicazione dei principi contabili internazionali all'interno dell'Unione Europea.

degli standard ESRS che progressivamente sono saranno recepiti da tutte le imprese soggette alla normativa comprese quelle che hanno redatto il bilancio con forme libere di rappresentazione delle informazioni o standard volontari.

Il primo set di ESRS proposto alla Commissione Europea è composto da:

- 2 *cross-cutting standards*, applicabili a tutti i campi di rendicontazione senza esporre ad uno specifico tema di sostenibilità;
- 10 *topics-specific cross-sector standards*, che si rifanno alle variabili ESG, suddivisi in *cinque ambientali* (“Climate change”, “Pollution”, “Water and marine resources”, “Biodiversity and ecosystems”, “Resources use and circular economy”), *quattro sociali* (“Own Workforce”, “Workers in the value chain”, “Affected communities”, “Consumers and end-users”) e *uno di governance* (“Business Conduct”). Questi insieme agli standard indicati al punto precedente sono vincolanti a partire da giugno dell’anno scorso;
- 2 *sector-specific standard* (applicabili ad uno o più settori) e *standard specifici per le PMI*. Entrambi entreranno in vigore entro giugno dell’anno corrente.

Figura 10. Gli Standard ESRS



Fonte: <https://www.riskcompliance.it/news/esrs-european-sustainability-reporting-standard-finalita-struttura-e-caratteristiche-principali/>

Per quanto riguarda l'applicazione degli obblighi normativi le organizzazioni agiranno come segue: dal *1° gennaio 2024*, le società quotate con oltre 500 dipendenti e di interesse pubblico rilevante inizieranno la rendicontazione non finanziaria, con reporting previsto nel 2025 per l'anno 2024; dal *1° gennaio 2025*, l'obbligo si estenderà alle grandi imprese non quotate, con reporting previsto dal 2026 per l'anno 2025; dal *1° gennaio 2026*, le PMI quotate, le istituzioni creditizie piccole e non complesse e le imprese assicurative "captive" inizieranno la rendicontazione, con reporting previsto nel 2027 per l'anno 2026; dal *1° gennaio 2028*, sarà obbligatorio anche per le aziende con sede extra-UE che operano in Europa (Tettamanzi, Standard ESRS settoriali: qual è l'iter di elaborazione da parte dell'EFRAG, 2023).

Nell'elaborazione delle proposte dei suddetti standard, L'EFRAG ha tenuto conto della normativa Europea e delle iniziative internazionali e per

questo, gli ESRS integrano e sono coordinati con gli *indicatori PAI* (Principal Adverse Impacts) previsti dal SFDR<sup>14</sup>, il *Regolamento Tassonomia* per evitare altri obblighi aggiuntivi (Capex, Opex, NSH, Minimum Safeguards), il CRR (Capital Requirement Regulation per le Banche e Istituti finanziari) e *i principali standard globali di rendicontazione*.

Le novità introdotte da questi standard sono molteplici: il concetto di Doppia Materialità che unisce la materialità finanziaria con quella di impatto, dove un topic è considerato materiale solo se rilevante sia finanziariamente che per impatto. Le aziende devono quindi descrivere come i problemi di sostenibilità influenzano la loro attività interna e l'impatto su persone e ambiente, utilizzando una prospettiva duplice per comprenderne appieno il significato (Carlini, Doppia Materialità: cos'è e perché è importante, 2023); la disclosure Content Requirements secondo cui le imprese devono fornire una divulgazione più dettagliata riguardo le questioni rilevanti per la sostenibilità, seguendo i requisiti stabiliti dallo standard ESRS2, che includono quattro elementi fondamentali:

- *Policy*: Definizione della strategia e del quadro aziendale per affrontare le questioni di sostenibilità;
- *Action*: Descrizione dei piani d'azione adottati per raggiungere gli obiettivi prefissati e gestire gli impatti, i rischi e le opportunità identificate;
- *Metrics*: Utilizzo di indicatori qualitativi e quantitativi per misurare l'efficacia delle politiche e degli obiettivi aziendali;
- *Target*: Stabilire obiettivi misurabili relativi agli impatti, rischi o opportunità delle questioni materiali;

---

<sup>14</sup>Il Sustainable Finance Disclosure Regulation è il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari che si inserisce nel Piano d'azione UE per la finanza sostenibile.

Tra le novità citiamo poi il perimetro di riferimento poiché la disclosure include obbligatoriamente anche la catena del valore e alle imprese è richiesta la pubblicazione delle informazioni materiali utili agli stakeholder (Savioli, 2023); la relazione sulla gestione: le informazioni non possono più essere pubblicate in un documento separato; l'ampliamento delle informazioni: in riferimento al business model e strategia dell'impresa, obiettivi di sostenibilità e dei progressi nel loro raggiungimento, ruolo degli organi di amministrazione con riguardo ai fattori di sostenibilità, policy relative ai fattori di sostenibilità, piani di incentivi per i componenti degli organi di amministrazione, gestione e sorveglianza, legati ai fattori di sostenibilità, procedure di due diligence, principali impatti negativi attuali o potenziali connessi alla catena del valore dell'impresa, principali rischi collegati ai fattori di sostenibilità e delle modalità di gestione, indicatori di prestazione. Devono essere pubblicate anche tutte quelle informazioni legate ai fattori intangibili non riconosciuti nei bilanci finanziari e che creano valore; l'armonizzazione dei criteri di rendicontazione: le informazioni devono essere fornite in conformità agli standard europei formulati dall'EFRAG; l'obbligo di revisione delle informazioni: nella forma "limited assurance" che potrebbe mutare nel corso del tempo a seguito di un rafforzamento della verifica; la marcatura delle informazioni: il report deve essere redatto in formato elettronico unico e sottoposto a marcatura secondo il regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione (Assonime, 2023).

Infine, l'analisi IFAC ha evidenziato un aumento delle aziende che forniscono informativa sulla sostenibilità (circa il 95%). Nel 2021, l'86% ha utilizzato più standard di rendicontazione, con il 74% che predilige gli Standard GRI. Inoltre, il 64% ha sottoposto la propria informativa ad assurance. Questi risultati sono confermati anche nel mercato italiano, dove la totalità delle aziende ha reso conto della sostenibilità, il 92% ha usato più standard (preferendo GRI) e il 94% ha sottoposto la propria

rendicontazione assurance. Sebbene le grandi imprese mostrino un trend positivo, l'introduzione degli ESRS ha richiesto un impegno significativo, soprattutto alle PMI, che hanno dovuto ampliare le proprie competenze e strumenti per rispettare i nuovi requisiti normativi (Savioli, 2023).

## **1.4 I Framework di Sostenibilità**

### **1.4.1 La Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)**

La Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD) è stata istituita nel 2015 dal Financial Stability Board (FSB) per fornire una guida uniforme sulle implicazioni finanziarie dei rischi legati al clima per facilitare la comunicazione tra aziende, banche, investitori e stakeholder. Le raccomandazioni della TCFD, pubblicate nel 2017, spingono le aziende a divulgare informazioni in quattro aree chiave: la *governance*: si riferisce al come le aziende gestiscono i rischi e le opportunità legati ai cambiamenti climatici all'interno delle loro strutture decisionali e di controllo; la *strategia*: coinvolge l'analisi degli impatti attuali e futuri dei cambiamenti climatici sul business, incluso l'aspetto finanziario, quando rilevante; la *gestione del rischio*: comprende il processo di identificazione, valutazione e gestione dei rischi climatici, integrati nelle operazioni e nelle decisioni aziendali; i *parametri e obiettivi*: per valutare e gestire i rischi e le opportunità climatiche utili nella misurazione del progresso e dell'efficacia delle azioni intraprese.

Questo quadro di divulgazione aiuta a migliorare la trasparenza sui rischi climatici e a orientare le decisioni di investimento verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Figura 11. Aree di riferimento per le aziende istituite dal TCFD



Fonte: <https://www.fsb-tcfd.org/about/>

Più di 1.600 aziende in quasi 80 Paesi hanno già implementato le raccomandazioni della TCFD nonostante il loro carattere sia di tipo volontario. Le Nazioni Unite e i diversi governi, specialmente in Europa, stanno lavorando affinché queste diventino sempre più integrate promuovendo l'obbligo di rendicontazione climatica per le aziende. Un esempio è dato dall'adozione del Piano d'Azione per la Finanza Sostenibile<sup>15</sup>. Oltre all'Europa, il Giappone nel 2020 ha annunciato l'intenzione di imporre alle società quotate in borsa la comunicazione dei loro rischi climatici seguendo le linee guida del suddetto framework.

Con il crescente numero di governi che adottano leggi conformi alla TCFD, un numero sempre maggiore di aziende è obbligato per legge a rispettare tali direttive. Infatti, attualmente, più di otto Paesi si stanno spingendo verso l'attuazione della divulgazione conforme, con oltre 100 governi nel mondo che ne hanno approvato le linee guida, tra cui i paesi del G7 e il Regno Unito, che è stato il primo a rendere obbligatoria la divulgazione TCFD per le maggiori società quotate, le banche, le assicurazioni e le aziende private di notevole rilevanza economica.

Tuttavia, mentre il framework continua a guadagnare consenso normativo,

---

<sup>15</sup> Nel 2018 l'Unione Europea adotta il Piano d'azione per la Finanza Sostenibile che incoraggia attivamente le aziende ad abbracciare le raccomandazioni della TCFD

numerosi critici sostengono che le sue raccomandazioni siano insufficienti a garantire un reporting climatico esaustivo a causa dell'analisi di materialità che considera solamente gli impatti economici e finanziari tralasciando le reali conseguenze dell'attività economica sul clima (Robeco, 2021).

#### **1.4.2 La Carbon Disclosure Project (CDP)**

Il Carbon Disclosure Project (CDP) è una delle più importanti iniziative globali che si occupa di valutare e divulgare le informazioni riguardanti l'impatto ambientale delle aziende e delle città in relazione alle emissioni di gas serra e al cambiamento climatico. Fondata nel 2000 come organizzazione senza scopo di lucro, opera per promuovere la trasparenza e l'azione sul clima da parte delle aziende e dei governi di tutto il mondo. I programmi supportati sono il *Climate Change Program*, che si focalizza sulle emissioni di gas serra e le strategie di mitigazione delle aziende, incoraggiandole a migliorare le prestazioni ambientali; il *Water Security Program*, che si concentra sull'utilizzo sostenibile delle risorse idriche, valutando e mitigando i rischi legati alla scarsità dell'acqua; il *Forests Program*, che promuove la gestione sostenibile delle foreste e combatte la deforestazione nelle catene di approvvigionamento aziendali; il *Supply Chain Program*, che si occupa dell'impatto ambientale delle catene di approvvigionamento aziendali, promuovendo la trasparenza e l'adozione di pratiche sostenibili lungo l'intero processo di fornitura; il *Cities Program*, che analizza l'impatto ambientale delle città e supporta i governi locali nell'adozione di azioni per affrontare il cambiamento climatico e promuovere la sostenibilità urbana.

Attraverso l'invio di questionari standardizzati, disponibili per ciascun programma, il CDP raccoglie dati dettagliati sulle politiche, strategie e azioni delle aziende di carattere sostenibile. L'obiettivo è quello di creare



un database contenente informazioni standardizzate utili per investitori, consumatori e governi per valutare le prestazioni ambientali e la responsabilità sociale delle aziende. La trasmissione dei dati al CDP è volontaria, perciò, i soggetti e gli enti interessati possono scegliere liberamente di aderire al programma e di rinnovare il ranking ogni anno. Una volta raccolte le informazioni, l'organizzazione offre supporto attraverso una revisione critica delle stesse e l'attribuzione di un punteggio *Score CDP*, utile per identificare le strategie di risparmio sui costi e le opportunità di investimento, attrarre gli investitori grazie a risultati appurati, incrementare il punteggio B Corp<sup>16</sup> e mantenere l'azienda al passo con la normativa (Crippa, 2022).

Al momento, collabora con oltre 7.000 imprese, 630 città e 120 regioni nel mondo, fornendo strumenti per la rendicontazione e il dialogo intersettoriale. Nel 2018, 43 delle principali imprese italiane hanno partecipato al Programma sul Cambiamento Climatico, 7 nel Programma sull'Acqua e 2 nel Programma sulle Foreste. Nello stesso anno, 25 città, tra cui Roma, Milano, Venezia, Firenze e Torino, insieme a comuni più piccoli e 9 regioni hanno monitorato i propri impatti e reso conto delle proprie azioni per il clima tramite la piattaforma del CDP (Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica, 2021).

### **1.4.3 La Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)**

La Task Force on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) è un framework istituito nel 2021 con l'obiettivo di spingere le organizzazioni a valutare e rendere pubblico l'impatto che esercitano sulla biodiversità e sull'ecosistema del pianeta. È composta da 40 membri che rappresentano istituzioni finanziarie, aziende e fornitori di servizi di mercato, conta un

---

<sup>16</sup> La B Corp è una certificazione rilasciata dall'organizzazione no profit B Lab, che valuta l'intera performance sociale e ambientale di un'azienda, dal modello di business all'etica aziendale, fino all'impatto con ambiente e clienti.

patrimonio complessivo di oltre 20 trilioni di dollari ed è guidata congiuntamente da David Craig, fondatore ed ex CEO di Refinitiv, ed Elizabeth Mrema, segretaria esecutiva della Convenzione delle Nazioni Unite sulla diversità biologica. La TNFD si impegna perché il mercato valuti i rischi e le opportunità legati alla natura per indirizzare il capitale nella giusta direzione. Le aziende devono collaborare per identificare, valutare e gestire gli impatti ambientali al fine di arrestare e invertire la perdita della natura e, dato che oltre la metà del PIL mondiale dipende da questa, è necessario coinvolgere imprese di tutte le dimensioni e gli istituti finanziari per mitigare i rischi e promuovere risultati positivi per l'ambiente (Robeco, 2021). Durante un evento tenutosi, lo scorso dicembre, alla Borsa di New York a cui hanno partecipato i leader globali di vari settori, la Task Force ha presentato le sue raccomandazioni definitive e le linee guida per la gestione dei rischi legati alla natura, dopo un impegno durato due anni. Le raccomandazioni, sviluppate da una vasta coalizione, incorporano i pilastri concettuali della TCFD e si basano sugli standard ISSB<sup>17</sup> e GRI (ESG News, 2023).

---

<sup>17</sup> Questi standard sono sviluppati dall'organismo International Sustainability Standards Board e mirano a migliorare la trasparenza, la coerenza e la comparabilità delle informazioni fornite dalle imprese riguardo alla loro sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG).

Figura 12. Raccomandazioni finali della TNFD

TNFD recommended disclosures			
Governance	Strategy	Risk & impact management	Metrics & targets
<p>Disclose the organisation's governance of nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p>	<p>Disclose the effects of nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities on the organisation's business model, strategy and financial planning where such information is material.</p>	<p>Describe the processes used by the organisation to identify, assess, prioritise and monitor nature-related dependencies, impacts, risk and opportunities.</p>	<p>Disclose the metrics and targets used to assess and manage material nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p>
<p><b>Recommended disclosures</b></p> <p><b>A.</b> Describe the board's oversight of nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p> <p><b>B.</b> Describe management's role in assessing and managing nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p> <p><b>C.</b> Describe the organisation's human rights policies and engagement activities, and oversight by the board and management, with respect to Indigenous Peoples, Local Communities, affected and other stakeholders, in the organisation's assessment of, and response to, nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p>	<p><b>Recommended disclosures</b></p> <p><b>A.</b> Describe the nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities the organisation has identified over the short, medium and long term.</p> <p><b>B.</b> Describe the effect nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities have had on the organisation's business model, value chain, strategy and financial planning, as well as any transition plans or analysis in place.</p> <p><b>C.</b> Describe the resilience of the organisation's strategy to nature-related risks and opportunities, taking into consideration different scenarios.</p> <p><b>D.</b> Disclose the locations of assets and/or activities in the organisation's direct operations and, where possible, upstream and downstream value chain(s) that meet the criteria for priority locations.</p>	<p><b>Recommended disclosures</b></p> <p><b>A(i)</b> Describe the organisation's processes for identifying, assessing and prioritising nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities in its direct operations.</p> <p><b>A(ii)</b> Describe the organisation's processes for identifying, assessing and prioritising nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities in its upstream and downstream value chain(s).</p> <p><b>B.</b> Describe the organisation's processes for managing nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities.</p> <p><b>C.</b> Describe how processes for identifying, assessing, prioritising and monitoring nature-related risks are integrated into and inform the organisation's overall risk management processes.</p>	<p><b>Recommended disclosures</b></p> <p><b>A.</b> Disclose the metrics used by the organisation to assess and manage material nature-related risks and opportunities in line with its strategy and risk management process.</p> <p><b>B.</b> Disclose the metrics used by the organisation to assess and manage dependencies and impacts on nature.</p> <p><b>C.</b> Describe the targets and goals used by the organisation to manage nature-related dependencies, impacts, risks and opportunities and its performance against these.</p>

Fonte: <https://tnfd.global/>

Attualmente, 320 organizzazioni provenienti da oltre 46 paesi si sono impegnate a fornire le informazioni relative alla natura in base alle raccomandazioni pubblicate a settembre dello scorso anno. Questo primo gruppo di "early adopters" include le principali società quotate in borsa, rappresentanti una capitalizzazione di mercato di 4 trilioni di dollari: il 56% sono aziende e il 33% sono istituzioni finanziarie. Le società adottanti sono distribuite geograficamente con il 43% proveniente dall'Unione Europea, il 42% dall'Asia Pacifico, e una rappresentanza significativa anche da economie emergenti e in via di sviluppo. David Craig ha sottolineato che questo impegno dimostra il riconoscimento

dell'importanza della natura e del clima come rischi strategici e opportunità di investimento, mentre, Elizabeth Maruma Mrema, ha evidenziato l'impegno del mercato per agire in linea con gli obiettivi stabiliti alla COP15<sup>18</sup> (ICAEW, 2024).

Figura 13. Statistiche dei primi adottanti della TNFD



Fonte: <https://tnfd.global/>

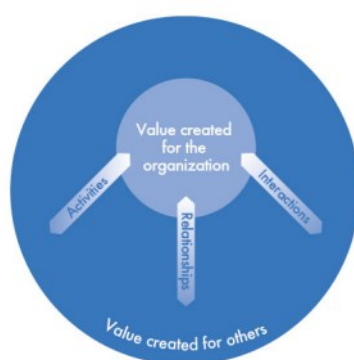
#### 1.4.4 Il Framework IIRC e il Report Integrato

Il report integrato è una comunicazione sintetica che spiega come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione contribuiscono alla creazione di valore nel breve, medio e lungo periodo. Esso deve essere preparato secondo il framework IIRC che definisce i principi guida e le informazioni da includere al suo interno, tra cui i riferimenti alla creazione del valore compresi i casi in cui esso rimane invariato o diminuisce nel tempo e, pur essendo principalmente rivolto al settore privato e alle società a scopo di lucro, può anche adattarsi al settore pubblico e alle organizzazioni non-profit. Il Framework adotta

<sup>18</sup> La COP15, o Conferenza delle Parti sulle Biodiversità, è una conferenza delle Nazioni Unite dedicata alla biodiversità, parte del processo negoziale della Convenzione sulla Diversità Biologica (CDB).

un approccio basato su principi e cerca di bilanciare la flessibilità e i requisiti per assicurare un livello sufficientemente alto di comparabilità tra le diverse organizzazioni. Tiene conto delle molteplici circostanze delle singole aziende e per questo non prescrive indicatori di performance specifici né metodi di misurazione rimandando la scelta degli strumenti ai responsabili del report.

Figura 14. La creazione di valore per l'organizzazione e per altre



Fonte: [https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2021/09/IRFRAMEWORK\\_ITALIANO.pdf](https://integratedreporting.ifrs.org/wp-content/uploads/2021/09/IRFRAMEWORK_ITALIANO.pdf)

Lo scopo principale del report integrato è di fornire agli investitori e agli stakeholder una dimostrazione di come l'organizzazione genera valore nel tempo, in condizione dell'ambiente esterno, delle relazioni con gli stakeholder, delle diverse fonti di capitale, includendo sia le informazioni finanziarie che non finanziarie di tipo qualitativo o quantitativo. Questo valore si manifesta attraverso aumenti, riduzioni o trasformazioni dei capitali e ha due aspetti interconnessi per via delle attività, interazioni e relazioni: il *valore per l'organizzazione stessa* e *quello per altre entità*. Le esternalità, sia positive che negative, possono influenzarne la creazione come anche tutti i tipi di capitale che devono essere necessariamente ottimizzati. Il Framework li suddivide in diverse categorie e li descrive come segue: il capitale finanziario comprende i fondi utilizzati da

un'organizzazione per produrre beni o fornire servizi, ottenuti tramite finanziamenti come l'indebitamento, l'equity, prestiti obbligazionari o generati dalle attività operative o dagli investimenti; il capitale produttivo contiene gli oggetti fisici che un'organizzazione utilizza per la produzione di beni o servizi, come edifici, macchinari, impianti, attrezzature e infrastrutture; il capitale intellettuale i beni immateriali legati alla conoscenza e all'organizzazione, come la proprietà intellettuale (brevetti, diritto d'autore) e il capitale organizzativo (conoscenze implicite, sistemi, procedure); il capitale umano include le competenze, le capacità, l'esperienza e la motivazione delle persone all'interno dell'organizzazione, inclusa la condivisione dei valori etici, la comprensione e l'implementazione della strategia dell'azienda; il capitale sociale e relazionale le istituzioni, relazioni e reti all'interno delle comunità, dei gruppi di stakeholder e altri network, inclusi comportamenti e valori comuni; il capitale naturale comporta i processi e le risorse ambientali, rinnovabili e non rinnovabili, che forniscono beni o servizi per il successo dell'organizzazione (aria, acqua, terra, biodiversità).

Il report può essere presentato in forma di documento autonomo, parte di un altro report oppure come comunicazione aziendale e deve seguire tutta una serie di requisiti ad eccezione dei casi di indisponibilità di dati affidabili, di restrizioni normative specifiche che impediscono la divulgazione di informazioni materiali, di diffusione che danneggia la competitività dell'organizzazione. In queste situazioni, il report deve necessariamente indicare le informazioni omesse, fornendo le ragioni dell'omissione e, le misure adottate per ottenere i dati non disponibili.

Come già detto in precedenza, il Framework definisce i principi guida e gli elementi di contenuto che il report deve rispettare. Essi sono intrinsecamente legati tra loro e non si escludono a vicenda. Li riportiamo di seguito:

## *Principi guida*

- Focus strategico e orientamento al futuro: il report integrato deve fornire dettagli in merito alla strategia aziendale, all’impatto che essa ha sulla creazione di valore, e all’utilizzo dei capitali. Questo principio influisce anche sulla scelta e la presentazione di altri contenuti, come l’evidenza dei rischi e delle opportunità legati al modello di business e i punti di vista della governance sulla relazione tra performance passate e future, la bilanciatura degli interessi temporali e la capacità di apprendimento dell'organizzazione;
- Connettività delle informazioni: il report integrato deve evidenziare le relazioni dinamiche e le interdipendenze tra i fattori che influenzano la capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo. Ciò implica la connessione tra la strategia aziendale, l'ambiente esterno e i diversi capitali utilizzati dall'organizzazione. Esso deve inoltre integrare le informazioni finanziarie e non finanziarie, quantitative e qualitative. La struttura del report deve essere lineare con un linguaggio chiaro e strumenti che ne facilitano la comprensione;
- Relazioni con gli stakeholder: Il report integrato deve dettagliare le relazioni dell'organizzazione con gli stakeholder che forniscono utili considerazioni sugli aspetti economici, ambientali e sociali. Il loro coinvolgimento migliora la trasparenza e la responsabilità sociale d’impresa;
- Materialità: il report integrato deve specificare gli aspetti significativi che influenzano la capacità di creare valore nel breve, medio e lungo termine. Il processo di determinazione della materialità, che coinvolge sia gli aspetti positivi che negativi, finanziari e non finanziari, implica l'identificazione, la valutazione,

la prioritizzazione e la definizione delle informazioni relative agli aspetti rilevanti per la creazione di valore;

- Sinteticità: il report integrato deve offrire informazioni chiare sulla strategia, la governance, le performance e le prospettive future dell'organizzazione. Secondo questo principio, è essenziale trovare un equilibrio tra sintesi e completezza evitando di inserire dettagli meno rilevanti;
- Attendibilità e completezza: Il report integrato deve garantire l'affidabilità delle informazioni attraverso l'obiettività e la riduzione degli errori materiali, utilizzando controlli interni, coinvolgimento degli stakeholder e verifiche esterne;
- Coerenza e comparabilità: il report integrato deve presentare le informazioni in modo coerente per permettere il confronto con quello delle altre organizzazioni. Perché ci siano coerenza e comparabilità è necessario che le politiche di rendicontazione siano ben seguite da un periodo all'altro, che si utilizzino indicatori quantitativi standardizzati e che si ricorra alla presentazione delle informazioni sotto forma di indici.

#### *Elementi di contenuto*

- Presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno: Il report deve illustrare il contesto in cui opera l'organizzazione includendo la missione, la struttura aziendale e la posizione competitiva. Deve inoltre evidenziare i fattori esterni (legali, economici, sociali, ambientali e politici) che possono influenzare la creazione di valore nel tempo;
- Governance: Il report deve chiarire come questa struttura supporti la capacità di creare valore per l'organizzazione fornendo dettagli sulle competenze e sulla diversità dei membri della governance, sui processi decisionali strategici, sulla gestione del rischio,



sull'integrità etica e sulla cultura organizzativa. Deve anche esaminare le pratiche di governance oltre i requisiti legali, le iniziative per promuovere l'innovazione e il collegamento tra retribuzioni e creazione di valore nel lungo periodo;

- Modello di business<sup>19</sup>: Il report deve presentare questo modello includendo gli input, le attività aziendali, gli output e gli impatti. Una descrizione ancora più dettagliata la si può ottenere inserendo diagrammi e flussi logici;
- Rischi e opportunità: Il report deve individuare le opportunità e i rischi che influenzano la capacità dell'organizzazione di creare valore valutando la probabilità di realizzazione e definendo azioni necessarie per gestirli;
- Strategia e allocazione delle risorse: Il report deve individuare gli obiettivi dell'azienda, le strategie adottate per raggiungerli e gli schemi di distribuzione delle risorse evidenziando la stretta relazione che c'è tra questi e il modello di business. Inoltre, deve elencare i fattori distintivi che conferiscono un vantaggio competitivo dell'organizzazione, come l'innovazione e l'utilizzo del capitale intellettuale;
- Performance: Il report si deve concentrare sulla valutazione delle performance dell'azienda, includendo indicatori quantitativi e qualitativi che riflettono sia i risultati raggiunti che gli effetti sull'insieme dei capitali, considerando anche le relazioni con gli stakeholder. Deve evidenziare il legame tra le performance già ottenute e le prospettive future e considerare come l'aderenza o la violazione delle leggi possano influenzare le attività dell'organizzazione;

---

<sup>19</sup> Il modello di business di un'organizzazione rappresenta il sistema che converte gli input in output e risultati per raggiungere gli obiettivi strategici e creare valore nel tempo.

- Prospettive: Il report deve focalizzarsi sulle sfide e le incertezze che l'azienda potrebbe dover affrontare nell'attuazione della sua strategia, valutando le previsioni sull'ambiente esterno, i relativi impatti sull'organizzazione e l'utilizzabilità di risorse. Le aspettative future devono essere realistiche e in linea con la capacità aziendale di sfruttare le opportunità disponibili;
- Base di preparazione e presentazione: Il report deve descrivere i metodi utilizzati per quantificare e valutare gli aspetti da includere. Deve quindi delineare una descrizione del processo di definizione della materialità dell'organizzazione, la determinazione del perimetro di reporting e i framework i metodi utilizzati per quantificare o valutare le questioni materiali;
- Indicazioni generali sul reporting: Il report deve contenere: *le informazioni sulle questioni materiali*, che includono le azioni intraprese, il livello di controllo e dati quantitativi e qualitativi, *informazioni sui capitali*, che riguardano gli effetti dei capitali sulla creazione del valore, *orizzonte temporale*, che specifica il periodo di valutazione per una visione più completa della performance, *aggregazione e disaggregazione*, che si riferiscono all'importanza della presentazione di informazioni adeguandole ai diversi livelli di interesse e comprensione (IIRC, 2013).

### **1.5 Il Confronto tra Standard e Framework di Rendicontazione per la Sostenibilità**

L'evoluzione verso una sostenibilità integrata richiede una valutazione sempre più accurata degli standard e dei framework disponibili per la rendicontazione. Questi strumenti, come già approfondito in precedenza, forniscono le linee guida e le metodologie per comunicare in modo trasparente e responsabile gli impatti ambientali, sociali e di governance delle aziende. Tuttavia, le differenze concettuali e operative possono

generare confusione e rendere difficile la scelta del modello più adatto a soddisfare le esigenze specifiche di un'azienda. Per questa ragione, di seguito verrà illustrata un'analisi comparativa per mettere in luce le principali somiglianze e difformità tra gli standard e i framework di rendicontazione di sostenibilità esaminati in questo capitolo. La tabella di sintesi, riportata qui sotto, riassume le caratteristiche distintive di ciascuno in termini di copertura tematica, obbligatorietà, tipo di materialità, aziende di riferimento, copertura geografica, interoperabilità, frequenza di rendicontazione, revisione e conformità, coinvolgimento degli stakeholder.

*Tabella 4. Confronto caratteristiche degli standard e dei framework di rendicontazione di sostenibilità*

Caratteristica	STANDARD GRI	STANDARD SASB	STANDARD ESRS	TCFD	CDP	TNFD	FRAMEWORK IIRC
Copertura tematica	Ambiente, Sociale, Governance	Settori specifici	Ambiente, Sociale, Governance	Impatti ambientali, transizione verso un'economia a basse emissioni	Cambiamento climatico, emissioni di gas serra, riduzione delle emissioni, strategie	Biodiversità, risorse naturali, impatti ambientali	Ambiente, Sociale, Governance
Obbligatorietà	No	No	Si	No	No	No	No
Tipo di materialità	Materialità d'impatto	Materialità finanziaria	Doppia materialità	Materialità finanziaria	Materialità finanziaria e non finanziaria	Materialità finanziaria	Materialità integrata
Aziende a cui si riferiscono	Aziende di tutte le dimensioni e settori	Aziende di tutte le dimensioni e settori	Grandi aziende e quotate nell'UE	Aziende di tutte le dimensioni e settori	Aziende di tutte le dimensioni e settori	Aziende di tutte le dimensioni e settori	Aziende di tutte le dimensioni e settori
Copertura Geografica	Globale	Globale	Unione Europea	Globale	Globale	Globale	Globale
Interoperabilità	ESRS, SASB, IIRC, CDP, TNFD, TCFD	ESRS, GRI, IIRC, CDP, TNFD, TCFD	ISSB, GRI, SASB, IIRC, CDP, TNFD, TCFD	ESRS, GRI, SASB, IIRC, CDP, TNFD	ESRS, GRI, SASB, IIRC, CDP, TNFD, TCFD	ESRS, GRI, SASB, IIRC, CDP, TCFD	ESRS, GRI, SASB, CDP, TNFD, TCFD
Frequenza di Rendicontazione	Variabile	Annuale	Annuale	Annuale	Variabile	Annuale	Annuale
Revisione e Conformità	Revisione indipendente opzionale	Revisione indipendente opzionale	Revisione indipendente richiesta	Revisione indipendente opzionale	Revisione indipendente opzionale	Revisione indipendente opzionale	Revisione indipendente opzionale
Coinvolgimento degli Stakeholder	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si

Fonte: elaborazione personale

Una prima distinzione sta nel carattere dell'obbligatorietà che rende gli ESRS (European Sustainability Reporting Standards) vincolanti per le grandi aziende e quelle quotate nell'UE a differenza dei GRI (Global Reporting Initiative), dei SASB (Sustainability Accounting Standards Board), del IIRC (International Integrated Reporting Council), del CDP

(Carbon Disclosure Project), del TNFD (Taskforce on Nature-related Financial Disclosures) e del TCFD (Taskforce on Climate-related Financial Disclosures) che sono tutti standard di tipo volontario.

Una seconda fa riferimento alla materialità considerata: mentre i SASB, il TNFD e il TCFD si concentrano principalmente sul concetto materialità finanziaria e i GRI su quello di materialità d'impatto che tratta unicamente gli effetti prodotti dalle attività aziendali sulle variabili ESG, gli standard ESRS e il framework IIRC si rifanno a quello di doppia materialità che considera non solo gli impatti delle attività aziendali su tali variabili, ma anche gli effetti che queste ultime hanno sulla performance finanziaria e sul valore complessivo dell'azienda.

Le altre si concentrano principalmente sulle tematiche trattate infatti gli ESRS e i GRI trattano una vasta gamma di tematiche ambientali, sociali ed economiche, i SASB temi specifici per settore, il framework IIRC integra informazioni finanziarie e non finanziarie, il CDP e il TNFD il cambiamento climatico e la biodiversità, il TCFD i rischi finanziari legati al cambiamento climatico; la copertura geografica in quanto gli ESRS sono specifici per l'Unione Europea, mentre gli altri hanno portata più ampia e sono utilizzati in tutto il mondo; la tipologia di azienda poiché gli ESRS si riferiscono alle aziende di grandi dimensioni e le società quotate nell'Unione Europea, mentre gli altri alle organizzazioni di ogni settore e dimensione. Nello specifico l'IIRC è rivolto a tutte le aziende interessate a una comunicazione integrata delle informazioni, il CDP è aperto a tutte quelle interessate alla divulgazione degli impatti ambientali, il TNFD alle grandi aziende e istituzioni finanziarie, e il TCFD a quelle che desiderano valutare e divulgare rischi finanziari legati al cambiamento climatico.

Un importante similitudine sta invece nel coinvolgimento degli stakeholder che risulta essere attivo per tutti gli standard e framework

analizzati col fine di garantire una rendicontazione accurata sulla sostenibilità aziendale. Malgrado le disuguaglianze emergono comunque obiettivi comuni, tra cui la promozione della trasparenza e la responsabilità aziendale, che diventano opportunità per la creazione di sinergie. Queste collaborazioni non solo facilitano la comparabilità globale dei dati, ma riducono anche il rischio di duplicazioni inutili nella rendicontazione, consentendo alle aziende di ottenere una visione più completa e coesa delle proprie prestazioni sostenibili. Un esempio è dato dalla cooperazione tra il GRI e l'EFRAG che garantisce l'interoperabilità tra gli standard ESRS e GRI. Tutti questi elementi sono essenziali per un'implementazione efficace che consente alle organizzazioni di soddisfare le crescenti aspettative degli stakeholder e di massimizzare il valore della rendicontazione sulla sostenibilità.

## **CAPITOLO 2. L'INFORMATIVA AZIENDALE E GLI STRUMENTI DELLA VALORIZZAZIONE**

### **2.1 L'accountability aziendale e la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria**

L'avvento della rendicontazione sulle tematiche ESG costituisce la fase più recente del processo di ampliamento dell'informativa aziendale che ha avuto origine nella seconda metà degli anni '90 quando le aziende, soprattutto quelle di grandi dimensioni, per giustificare il proprio comportamento in un'ottica di responsabilità sociale d'impresa, iniziarono a pubblicare anche documenti di natura non strettamente economico-finanziaria e patrimoniale (Dorigatti, 2004). In seguito a numerosi comportamenti non etici da parte di alcune imprese globali, tra cui Nike, Enron e WorldCom, gli enti di regolamentazione dei mercati finanziari cominciarono ad esigere una maggiore condivisione delle informazioni da parte delle organizzazioni dando vita al fenomeno della "disclosure" che si è dimostrato, nel tempo, veicolo di una corretta comunicazione con gli stakeholder e di una buona efficacia competitiva dell'impresa (Bisio, 2015).

Nell'ambito della comunicazione aziendale si è affermato il termine "accountability", difficilmente traducibile in italiano, ma che fa riferimento "alla resa del conto" o "all'attitudine a dar conto" e quindi al dover dare spiegazioni circa ciò che ha fatto l'azienda per adempiere ad una sua responsabilità. In sostanza, "l'accountability è per definizione il dovere di legittimare e giustificare, a chi ne ha diritto (clienti, azionisti, dipendenti, autorità ecc.), ciò che l'impresa sta svolgendo per rispettare tutti gli impegni presi con i portatori di interesse, sia sul fronte prettamente economico sia su quello sociale e ambientale" (Perrini, 2019). La sua finalità è dunque quella di "rendere conto a terzi" attraverso una

rendicontazione fedele ed esaustiva della situazione economico-finanziaria e patrimoniale e dell'impatto delle attività dell'azienda. L'accountability considera pilastri come la trasparenza, l'affidabilità e, anche se ha radici prettamente legate alle informazioni economiche finanziarie e patrimoniali, considera tutte le operazioni dell'organizzazione. L'azienda, come entità esposta al rischio di mercato, deve essere sottoposta a una rigorosa valutazione della sua legittimità dal punto di vista economico-finanziario e patrimoniale. La concezione che l'unico scopo sociale dell'impresa sia la massimizzazione dei profitti per gli azionisti richiede, prima di tutto, la garanzia di una piena trasparenza nei risultati contabili attraverso una rendicontazione periodica accurata, esaustiva e veritiera dell'andamento finanziario ed economico. L'implementazione di un'accountability economico-finanziaria è una sfida complessa, specialmente in contesti in cui le operazioni economiche non sono completamente trasparenti o in presenza di pratiche poco etiche. Tuttavia, è importante riconoscere che nel lungo periodo una solida accountability può portare benefici in termini di relazioni pubbliche e reputazione sui mercati, soddisfacendo le esigenze informative di una vasta gamma di stakeholder come creditori, dipendenti ed enti pubblici, oltre agli investitori che hanno interesse nel conoscere la situazione finanziaria e patrimoniale dell'impresa (Dorigatti, 2004).

L'evoluzione della normativa internazionale ha determinato un notevole ampliamento della quantità, qualità e tipologia dei dati che devono essere rendicontati. Tra queste novità emerge la rendicontazione delle informazioni ESG (Environmental, Social and Governance) che permette una valutazione ancora più corposa e complessiva della società e delle sue performance non solo sulla base dei tradizionali indicatori finanziari, ma anche del suo impegno e delle sue pratiche di gestione riguardo le tematiche sostenibili.

Il tradizionale strumento informativo, rappresentato dai bilanci e dai rapporti economico-finanziari, non riesce più a soddisfare completamente l'aumento di richiesta di informazioni pur rimanendo fondamentale per la regolamentazione, l'attività di standardizzazione, la discussione e l'analisi di molti operatori. Tuttavia, negli ultimi anni, si osserva una crescente attenzione verso il raggiungimento di un maggior livello di disclosure da parte delle imprese, con il conseguente aumento della divulgazione volontaria di informazioni di tipo non finanziario (D'Este, 2013).

Nell'ambito dell'accountability esterna è essenziale introdurre la distinzione tra informativa obbligatoria (mandatory disclosure) e informativa volontaria (voluntary disclosure) che si basa principalmente sulla quantità delle informazioni che il management decide di condividere con gli investitori e gli altri stakeholder.

Le informazioni obbligatorie sono quelle che le società sono tenute, nel rispetto di obblighi normativi o regolamentari, a fornire al mercato finanziario e al pubblico in generale. Esse rappresentano un “minimo comune informativo” necessario alla valutazione della struttura, della performance e dell'andamento della società e consentono agli investitori e agli altri stakeholder di prendere decisioni informate riducendo le asimmetrie informative tra gli stessi (Teodori & Quagli, 2005). Inoltre, gli obblighi normativi si rendono necessari a causa delle imperfezioni nel funzionamento del mercato che, se non corrette adeguatamente, possono determinare una sottoproduzione di informazioni circa l'andamento aziendale rispetto all'equilibrio desiderato (Belcredi, 1993). Gli obblighi impongono la divulgazione dei dati anche in casi di prospettive reddituali inferiori alla media a garanzia di una maggiore efficienza allocativa per l'intero mercato finanziario e riducono la possibilità di abuso di informazioni riservate. Il ricorso all'informativa obbligatoria riserva alle aziende vantaggi in termini di riduzione dei costi complessivi, perché producono internamente le informazioni e non si affidano a soggetti



esterni che potrebbero riscontrare delle difficoltà nell'accesso dei dati completi e nell'interpretazione delle intenzioni della gestione aziendale. Questo favorisce lo scambio di informazioni derivate e garantisce il beneficio completo dell'intero mercato (Quagli, 2004). Un altro vantaggio per le organizzazioni risiede nella loro affidabilità e reputazione che sono supportate da rigidi meccanismi di controllo e sanzione che verificano e validano la veridicità delle informazioni fornite. Tuttavia, questo tipo di divulgazione comporta per le aziende tutta una serie di costi che possono essere suddivisi in quattro categorie: *i costi operativi diretti*, che sono connessi alla produzione fisica dei supporti informativi come la stampa e la spedizione di documenti; *i costi politici*, legati alle reazioni delle parti interessate; *i costi di posizione competitiva*, derivanti dalla disponibilità di informazioni sull'azienda per i concorrenti; *i costi operativi indiretti*, dovuti a strategie subottimali adottate in risposta alla divulgazione delle informazioni (DiStefano, 1990). L'allargamento dell'obbligo normativo dev'essere valutato sulla base di un'analisi costi-benefici in quanto un eccessivo aumento nella frequenza di divulgazione delle informazioni potrebbe accrescere la volatilità dei titoli, rendendo gli investimenti più rischiosi, e creare un sovraccarico informativo rendendo difficile per gli stakeholder il riconoscimento dei dati più rilevanti (Giacosa, 2012).

Al contrario, l'informativa volontaria riguarda la divulgazione di informazioni finanziarie e non finanziarie non richieste da obblighi normativi. Può trattare diversi aspetti, tra cui quelli *strategici*, come competitività aziendale, capitale intellettuale, reputazione del marchio, fiducia dei clienti; quelli *finanziari*, come previsioni e informazioni legate alla vendita di azioni; e *non finanziari* riguardanti le tematiche ESG e la performance di sostenibilità dell'impresa. Questo tipo di informativa nasce con l'obiettivo del management di sviluppare una comunicazione più flessibile e semplice orientata direttamente alle esigenze degli stakeholder perché spesso gli obblighi informativi imposti comportano

regole complesse e un'eccessiva quantità di dettagli che limitano la differenziazione tra aziende e offuscano le questioni di maggiore rilevanza. Un importante vantaggio da nominare, esattamente come per l'informativa obbligatoria, risiede nella riduzione dell'asimmetria informativa nei mercati finanziari, infatti, una maggiore divulgazione permette agli investitori di accedere ad una quantità più ampia di informazioni diminuendo l'incertezza e il rischio di stima. Di conseguenza, il bid-ask spread<sup>20</sup> e il costo del capitale per le imprese (sia proprio che di debito) si abbassano, mentre la liquidità dei titoli si alza per via della certezza di transazioni trasparenti che avvengono a prezzi equi, indipendentemente dal conduttore (Beretta, 2006). Ulteriori benefici stanno nell'allargamento della platea di soggetti, anche con orizzonti temporali di lungo periodo, potenzialmente interessati all'azienda e nel rafforzamento dei flussi informativi che, consentendo agli analisti finanziari un accesso più rapido ai dati, migliora la qualità delle previsioni e dei pareri divulgati. Inoltre, una buona disclosure è in grado di influenzare positivamente le posizioni individuali dei manager, soprattutto se i loro compensi sono legati alle performance del titolo, come nel caso delle stock options. Per questo motivo, in vista della vendita delle loro azioni e col fine di consolidare la loro immagine e credibilità, sono più stimolati a aderire alla divulgazione volontaria (DiStefano, 1990). Così come per l'informativa obbligatoria anche questo tipo di disclosure comporta dei costi da considerare. Oltre ai diretti di diffusione, ci sono quelli potenziali dovuti alla perdita di vantaggio competitivo e a contenziosi derivanti da comportamenti opportunistici. Questi si dividono in *costi competitivi*, che sorgono dalla divulgazione di informazioni strategiche ai concorrenti e dipendono dalla natura e dal dettaglio delle

---

<sup>20</sup> Il bid-ask spread è la differenza tra il prezzo bid al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario e il prezzo ask al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario.

stesse; i *bargaining cost*, che rappresentano gli oneri derivanti dall'aumento del potere contrattuale di clienti, fornitori e dipendenti in base alle notizie divulgate; i *litigation cost*, derivanti da cause intentate da soggetti che hanno subito perdite basandosi su informazioni rivelatesi infondate; i *costi di continuità dell'informativa*, che riguardano la necessità di mantenere una divulgazione costante nel tempo per evitare impatti negativi sul mercato e sulla reputazione aziendale. Oltre a ciò, l'affidabilità dell'informazione volontaria per gli attori esterni rimane un problema significativo per via nell'inesistenza di norme rigide adatte a definirne la forma, il contenuto e le sanzioni. Per questo ed altri motivi, la scelta del livello di comunicazione da adottare deve tener conto di valutazioni complessive dei costi e dei benefici considerando anche i rischi e gli oneri associati.

Le due forme di informazione, appena descritte, dovrebbero integrarsi reciprocamente lavorando in sinergia per fornire una comprensione quanto più completa e accessibile della situazione aziendale promuovendo la fiducia e la trasparenza nelle relazioni aziendali (Quagli, L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane, 2004). Esistono però delle circostanze in cui fare un distinguo tra l'informativa obbligatoria e volontaria non è così immediato.

In primo luogo, le aziende *interpretano in modo diverso l'obbligo informativo*, perciò, alcune forniscono una divulgazione più ampia, mentre altre una più limitata.

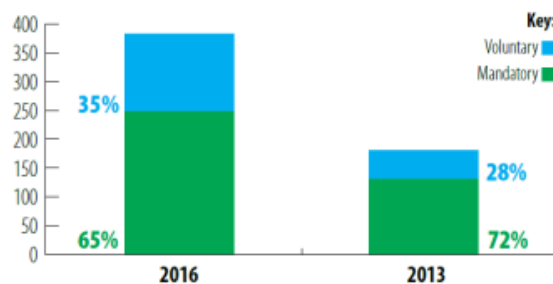
In secondo luogo, emerge *l'informativa volontaria reattiva*, che non è richiesta dalla legge ma deriva dalle richieste degli stakeholder. In questi casi, le aziende possono essere sollecitate da organi di controllo, investitori o altri attori professionali a fornire ulteriori informazioni rispetto a quelle già precedentemente diffuse facendo diventare la comunicazione un vero e proprio dovere poiché un'omissione potrebbe effettivamente penalizzarle. Lo stesso effetto lo si raggiunge con i *comportamenti*

*concorrenziali*: infatti le aziende con performance superiori potrebbero esercitare talmente tanta pressione sulle altre da indurle a diffondere informazioni che inizialmente non avrebbero comunicato volontariamente.

Inoltre, *la natura geografica delle normative* potrebbe vincolare le aziende quotate alla divulgazione solo su alcuni mercati.

L'ultima circostanza è rappresentata dalla *comunicazione discrezionale*, secondo cui le aziende hanno la libertà di decidere se divulgare o meno, vincolate alle modalità e ai principi di comunicazione. Ad esempio, nel caso dell'informativa prospettica, le società non sono obbligate a comunicare i dati futuri, ma se lo fanno devono necessariamente rispettare le procedure stabilite (Quagli, 2004).

Figura 15: Il carattere volontario o obbligatorio delle richieste di disclosure di sostenibilità.



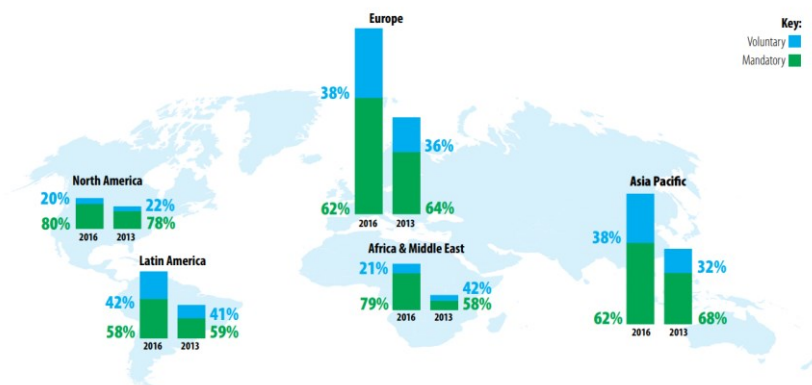
Fonte: Wim Bartels & Teresa Fogelberg, Carrots Sticks Global trends in sustainability reporting regulation and policy, 2016, Kpmg & GRI, pag 12/34

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/carrots-and-sticks-may-2016.pdf>

Il grafico mostra che la maggior parte degli strumenti individuati, nel periodo 2013-2016, era costituita da strumenti obbligatori, che rappresentavano circa due terzi del totale, mentre il restante terzo era di natura volontaria. Nonostante l'introduzione di oltre 100 nuovi strumenti obbligatori, la percentuale di questi, rispetto a quelli volontari, diminuì

passando dal 72% nel 2013 al 65% nel 2016 a differenza di quanto accadde negli anni 2000. In molti paesi, i primi sforzi volontari delle aziende per misurare e riportare le proprie responsabilità aziendali o di sostenibilità sono stati seguiti dall'istituzione di requisiti obbligatori di divulgazione tramite regolamentazione governativa. Questo fenomeno è particolarmente evidente nei paesi dell'OCSE, dove i nuovi requisiti di reporting sono stati introdotti tramite leggi sulle società, regolamenti contabili e strumenti specifici che riguardano la governance aziendale o l'ambiente. In Europa, è stata osservata l'introduzione di requisiti obbligatori da parte dei governi o della Commissione europea che richiedono la segnalazione non solo su specifiche questioni ambientali o sociali, ma anche sulle prestazioni non finanziarie su vasta scala. Un esempio è rappresentato dal passaggio dalla Direttiva sulla Modernizzazione dei Conti<sup>21</sup> del 2003 alla Direttiva Non Finanziaria del 2014.

Figura 16. La distribuzione geografica del carattere volontario e obbligatorio tra il 2013 e il 2016

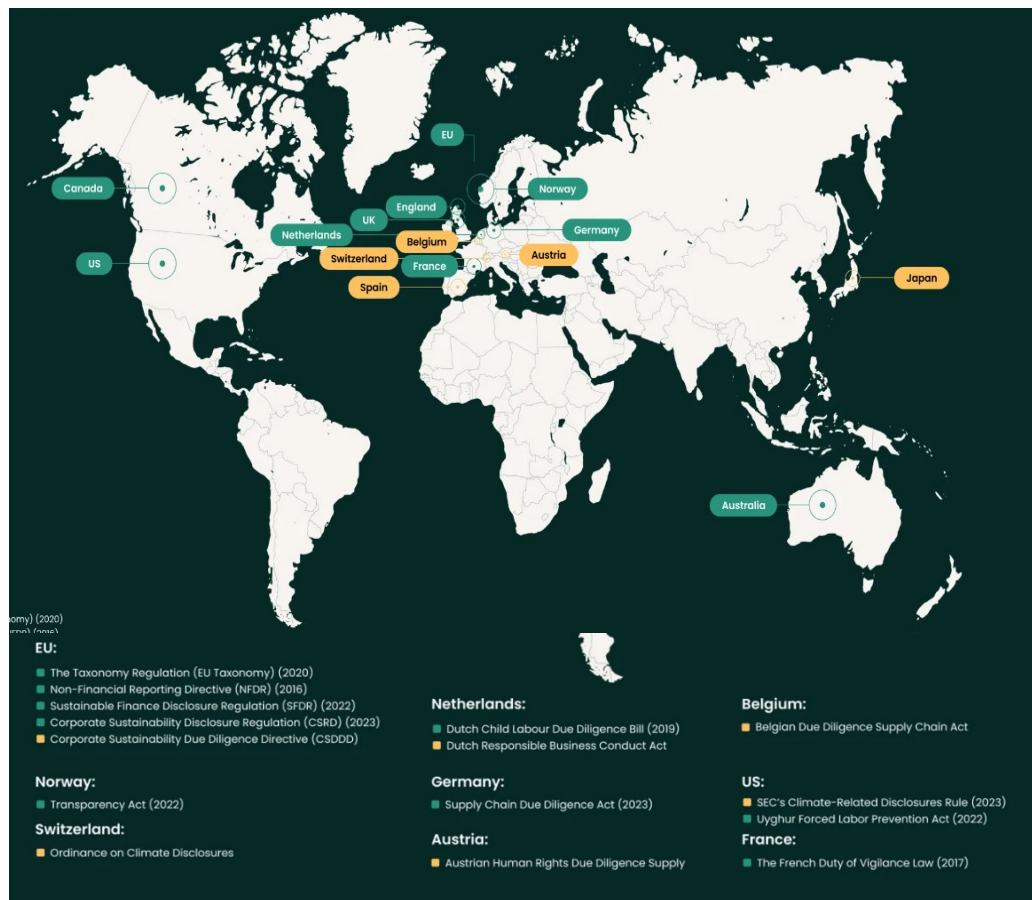


Fonte: Wim Bartels & Teresa Fogelberg, Carrots Sticks Global trends in sustainability reporting regulation and policy, 2016, Kpmg & GRI, pag 13/34

<sup>21</sup> La Direttiva sulla Modernizzazione dei Conti del 2003 è un atto legislativo dell'Unione Europea (UE) che mira a migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie delle società quotate sui mercati europei. Essa stabilisce norme per la presentazione e la pubblicazione di bilanci finanziari, incoraggiando l'adozione di standard contabili internazionali (IAS/IFRS) e promuovendo la trasparenza e la fiducia nel mercato finanziario europeo. La direttiva definisce inoltre le responsabilità dei revisori contabili e introduce requisiti più rigorosi per la revisione dei conti delle società quotate.

Dal punto di vista geografico, la proporzione media tra strumenti obbligatori e volontari era generalmente rispettata. Tuttavia, si nota un'inclinazione verso l'obbligatorietà in Africa e nel Medio Oriente, anche se va considerato che la maggior parte degli strumenti identificati in queste regioni proveniva principalmente dal Sudafrica, che rappresentava un caso eccezionale. Nel Nord America, invece, l'obbligatorietà era influenzata principalmente dagli strumenti che regolamentano la reportistica delle grandi società statunitensi, anche se tali statistiche hanno subito cambiamenti significativi a seguito della presidenza di Donald Trump che è intervenuto revocando molte di queste istituite dal precedente governo Obama (KPMG, 2016).

Figura 17. Distribuzione geografica dell'informativa obbligatoria nel 2023



<p><b>Australia:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Australian Modern Slavery Act (2019)</li> <li>■ Mandatory ISSB climate-related financial disclosure requirements. ISSB [coming soon]</li> </ul> <p><b>Spain:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Spanish Human Rights Due Diligence Act</li> </ul> <p><b>Canada:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Canadian Modern Slavery Act (2023)</li> </ul>	<p><b>UK:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ UK Modern Slavery Act (2015)</li> <li>■ The Limited Liability Partnerships (Climate-related Financial Disclosure) Regulations 2022</li> <li>■ The Companies (Strategic Report) (Climate-related Financial Disclosure) Regulations 2022</li> <li>■ UK Sustainability Disclosure Standards (UK SDS)</li> </ul> <p><b>Japan:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ SSBJ Sustainability disclosure Standards</li> </ul>
--	---

Fonte: <https://blog.worldfavor.com/countries-affected-by-mandatory-esg-reporting-here-is-the-list>

A distanza di anni, l'attenzione degli investitori nei confronti della reportistica non finanziaria è notevolmente aumentata passando dall'essere considerata un mero investimento di nicchia ad un vero e proprio fattore di successo per un'organizzazione. In effetti la sua importanza è stata confermata dal numero crescente sia di normative ESG obbligatorie in tutto il mondo, sia di governi che hanno introdotto leggi che rendono obbligatorio il reporting di sostenibilità. Uno studio del 2021 aveva identificato 25 paesi in cui era stato imposto l'obbligo di divulgazione delle informazioni non finanziarie principalmente per gli istituti finanziari, le società grandi quotate e le statali e attualmente, grazie alle due più recenti Direttive (NFDR e CSRD) il numero di aziende è raddoppiato (Countries affected by mandatory ESG reporting, 2023).

Dopo aver esaminato la rilevanza dell'informativa aziendale nella rendicontazione di sostenibilità, è importante comprendere come questa venga trasformata in valore tangibile per l'impresa e i suoi stakeholder. Questo processo, noto come valorizzazione dell'informativa aziendale, costituisce un passaggio fondamentale in cui i dati divulgati vengono tradotti in benefici misurabili e strategici.

## **2.2 La Valorizzazione dell'Informativa Aziendale: il ruolo della Value Relevance e dell'Assurance di Sostenibilità**

La valorizzazione dell'informativa aziendale riveste un ruolo di fondamentale importanza poiché fornisce ai soggetti interessati una base per valutare le prestazioni e la solidità di un'azienda. In questo contesto emergono due concetti sostanziali: la Value Relevance e l'Assurance.

Il suddetto paragrafo si propone di approfondire entrambi gli aspetti appena citati e di analizzare le funzioni che svolgono all'interno del processo decisionale degli investitori e del miglioramento dell'affidabilità dell'informazione aziendale.

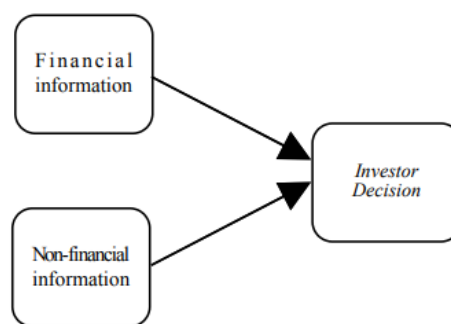
Il primo concetto trattato è quello della Value Relevance che può essere interpretato come il legame tra l'informativa dei bilanci che guida le decisioni degli investitori e il valore di mercato dell'azienda. Sebbene non esista una definizione univoca, Francis e Schipper hanno fornito quattro possibili interpretazioni. La prima suggerisce che l'informativa è in grado di condizionare i prezzi del mercato azionario, i quali riflettono tutti i dati disponibili, inclusi quelli contabili. Quindi, secondo questa spiegazione, la value relevance rappresenta la relazione tra il reddito di bilancio e i valori di mercato. La seconda la definisce come la capacità del reddito di bilancio di fornire agli operatori finanziari informazioni sui flussi di cassa, sui redditi futuri, sui dividendi o sui prezzi delle azioni. Le ultime due la esplicitano attraverso modelli empirici che studiano la relazione tra l'informativa di bilancio e i prezzi di mercato. In particolare, la terza prevede un'analisi statistica e afferma che la value relevance è stimata dalla capacità dell'informativa di bilancio di modificare l'insieme delle informazioni disponibili sul mercato, mentre la quarta si concentra sulla correlazione tra le informazioni contabili presenti nei bilanci e i dati utilizzati dagli investitori. Essa sostiene che la value relevance consiste nella capacità dell'informazione contabile di influenzare i prezzi di



mercato tramite i dati forniti che possono condizionare le decisioni degli investitori.

È importante sottolineare che gli autori riconoscono la possibilità che altri fattori, al di fuori di quelli contenuti nell'informativa aziendale, possano influenzare il comportamento degli investitori. Tuttavia, i principi contabili riferiscono che lo scopo del bilancio è proprio quello di fornire agli investitori informazioni utili per le loro decisioni economiche e per questo, un'informativa contabile che non presenta alcuna relazione tra i valori di bilancio e il valore aziendale non può essere definita *value relevant*.

*Figura 18. La Value Relevance*



Fonte: GLOBAL BUSINESS & FINANCE REVIEW

Lo scopo della Value Relevance è quello di dimostrare che le informazioni di tipo contabile sono utili e benefiche alla valutazione dell'azienda e, in generale, il suo giudizio si applica sia ai dati finanziari che a quelli di sostenibilità. Per quanto concerne le informazioni non finanziarie, gli investitori sembrano mostrare sempre più interesse nei confronti di caratteristiche specifiche come la fedeltà dei clienti, l'apprendimento dei dipendenti e le innovazioni che certificano la sostenibilità dell'organizzazione. Lo stesso vale per le aziende che hanno riconosciuto i benefici nel fornire maggiore responsabilità sociale (CSR)<sup>22</sup> ed hanno

---

<sup>22</sup> La responsabilità sociale d'impresa (CSR) si riferisce all'impegno delle aziende ad agire in

assecondato l'aumento significativo di informazioni di sostenibilità fornite agli azionisti, ai potenziali investitori e alle altre parti interessate (Honggowati, Rahmawati, & Aryani, Y. Anni, 2015).

I modelli utilizzati per esaminare la value relevance possono essere categorizzati in due gruppi: i *price models* e i *return models*. I primi esaminano come i prezzi di mercato sono correlati alle informazioni disponibili nei bilanci, mentre i secondi analizzano il rapporto tra le variazioni dei prezzi delle azioni e i valori contabili (Gasperini & Doni, 2015).

Il secondo concetto da approfondire è quello dell'Assurance, ovvero l'attestazione fornita sulla base di principi e di standard di verifica professionali esplicitamente richiamati che si occupa del rispetto di enunciati postulati di redazione, della qualità e della completezza del report, dell'adeguatezza dei sistemi, dei processi e delle procedure, della verifica della sussistenza di competenze adeguate circa la messa a disposizione di dati e informazioni sulle performance aziendali. Il processo di assurance della Dichiarazione non finanziaria viene svolto da un organismo indipendente e dimostra che i documenti esaminati sono parte di un processo finalizzato allo sviluppo sostenibile. I benefici derivanti dalla sua implementazione sono molteplici ed essenziali per assicurare un impegno autentico verso la responsabilità sociale e ambientale. Innanzitutto, la verifica indipendente delle informazioni di sostenibilità conferisce autenticità ai report aziendali e rafforza la sicurezza e la fiducia degli investitori e delle parti interessate. Inoltre, grazie alla valutazione esterna e autonoma delle pratiche aziendali, si riduce l'autoreferenzialità e quindi il rischio che le informazioni fornite siano influenzate da un'autopercezione distorta. Allo stesso tempo, garantisce l'attendibilità e la correttezza delle informazioni evitando

---

modo etico e responsabile, prendendo in considerazione gli impatti delle proprie attività su società, ambiente e comunità, oltre al perseguimento degli obiettivi economici.

potenziali controversie e offre l’opportunità di ricevere suggerimenti riguardo al reporting di sostenibilità col fine di individuare le aree in cui poter fare progressi con la strategia di sostenibilità e di ottimizzare le relazioni. Infine, garantisce il miglioramento dei sistemi di controllo interno.

Il processo di verifica si compone di cinque fasi principali allineate ai principi di revisione di riferimento e alle linee guida esistenti per la “Non-financial assurance”. Esse sono volte alla valutazione dei rischi e al miglioramento continuo delle performance economiche, sociali ed ambientali (PWC, 2010).

Figura 19. Le principali fasi del processo di verifica



Fonte: [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)

Lo standard internazionale utilizzato per la verifica delle informazioni non finanziarie è l’ISAE 3000 (Revised) emesso dall’International Auditing and Assurance Standard Board (IAASB), ente di diretta emanazione dell’International Federation of Accountants (IFAC). Esso stabilisce i principi di base e le procedure essenziali per fornire ai revisori i requisiti procedurali, quali requisiti etici, accettazione e continuità, controllo di qualità, scetticismo, giudizio professionale e competenze e tecniche di assicurazione, pianificazione ed esecuzione dell’incarico, ottenimento degli elementi probatori, descrizione dei criteri applicabili, formulazione della conclusione e preparazione del report di assurance.

Figura 20. Standard di assurance



Fonte: [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)

Oltre a questo, l'ISAE 3000 definisce due livelli di assurance: *Reasonable Assurance* e *Limited Assurance*.

La prima implica un'analisi attenta e fornisce un livello di sicurezza paragonabile a quello delle informazioni economico-finanziarie. In questo tipo di incarico, il professionista riduce il rischio a un livello accettabilmente basso, utilizzando evidenze adeguate. Le procedure, come indagini, ispezioni e riesami, sono approfondite. La conclusione del professionista è espressa in forma di opinione sul risultato della misurazione o della valutazione dell'oggetto sottostante rispetto a dei criteri.

La seconda comporta un rischio maggiore rispetto alla precedente che può essere ridotto dal professionista ad un livello accettabile, considerando le circostanze specifiche dell'incarico. La tempistica, la natura e l'estensione delle procedure svolte risultano meno approfondite, ma comunque progettate per ottenere un livello di assurance considerato adeguato e quindi se contribuisce significativamente al miglioramento della fiducia degli utenti sulle informazioni oggetto dell'analisi (Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, 2021).

Concentriamoci ora sulla rilevanza dell'assurance per la value relevance delle informazioni non finanziarie. Come già detto in precedenza, l'assurance, o verifica indipendente, delle informazioni non finanziarie garantisce trasparenza e fiducia tra gli stakeholder e contribuisce all'aumento della qualità e dell'attendibilità di queste ultime che sono essenziali alla fornitura di un quadro quanto più completo possibile circa le performance aziendali. Uno studio condotto da Vander Bauwhede e Van Cauwenberge, nel periodo 2017-2020 e basato su un campione di 1832 aziende europee, ha dimostrato una correlazione positiva tra assurance dei rapporti di sostenibilità e valore di mercato, suggerendo che gli investitori riconoscono un effettivo valore aggiunto nell'affidabilità delle informazioni di sostenibilità quando queste sono verificate da terzi. Questo ha inoltre rivelato che fattori come la dimensione aziendale, le performance ESG e il settore di appartenenza sono determinanti significative per la domanda di assurance. In particolare, le aziende più grandi, con migliori performance ESG e appartenenti a determinati settori, sono più inclini a richiedere un'assurance indipendente per le loro dichiarazioni di sostenibilità (Bauwhede & Van Cauwenberge, 2022). La correlazione positiva è stata ampiamente confermata da uno studio successivo, avvenuto nel 2021 ad opera di Ephraim Kwashie Thompson, Olivier Ashimwe, Samuel Buerthey e So-Yeun Kim, focalizzato sulle aziende della Johannesburg Stock Exchange (JSE). Esso, infatti, utilizzando un'analisi di dati panel a effetti fissi per stimare i coefficienti delle variabili, ha rilevato che l'assurance delle informazioni di sostenibilità ha un potere esplicativo sul valore aziendale e i risultati hanno indicato che il mercato tende a premiare le organizzazioni con un'assurance indipendente dato che quest'ultima è in grado di aumentare la credibilità delle informazioni fornite e di ridurre l'incertezza per gli investitori (Thompson, Ashimwe, Buerthey, & Kim, 2022).

Attualmente, la pratica dell'assurance per le informazioni non finanziarie varia notevolmente tra diverse giurisdizioni e aziende. Infatti, in molti paesi quella indipendente non è obbligatoria e le modalità di implementazione possono differire significativamente rendendo difficile per gli investitori il confronto tra i dati di sostenibilità delle diverse aziende. Tuttavia, organizzazioni come Accountancy Europe stanno lavorando per promuovere la standardizzazione delle pratiche di assurance attraverso la condivisione delle migliori pratiche e l'organizzazione di workshop che mirano al miglioramento della qualità e dell'affidabilità dell'assurance sulle informazioni non finanziarie (Accountancy Europe, 2018).

### **2.3 L' indicatore finanziario aziendale del Valore di Mercato e la sua rilevanza per la Value Relevance di sostenibilità**

Analizziamo ora un indicatore finanziario che fornisce una chiara visione circa la solidità finanziaria e il potenziale di crescita di un'azienda e la cui interpretazione è necessaria al fine di prendere decisioni informate sia in ambito strategico che finanziario: il *Market Value*. Questo concetto è stato per molto tempo oggetto di dibattito. Inizialmente legato strettamente alle teorie classiche di domanda e offerta, oggi grazie a recenti sviluppi, che hanno suscitato un maggiore interesse per la sua definizione, incorpora anche aspetti più complessi tra cui considerazioni ambientali, sociali ed etiche. Ciò riflette una maggiore consapevolezza delle dinamiche globali e delle responsabilità aziendali nei confronti della società e dell'ambiente. Questi sviluppi includono la standardizzazione internazionale della terminologia legata all'internazionalizzazione dei mercati finanziari e alla creazione di un unico mercato europeo (Kucharska-Stasiak, 2022). Attualmente la letteratura lo definisce come il prezzo totale che gli investitori sono disposti a pagare per acquisire la proprietà dell'azienda

attraverso le sue azioni e viene determinato moltiplicando il prezzo corrente di queste ultime per il numero totale delle azioni in circolazione. Questo valore riflette la percezione degli investitori riguardo la capacità dell'azienda di generare profitti futuri, tenendo conto di diversi fattori quali la performance finanziaria, le prospettive di crescita, la stabilità del settore e la gestione aziendale (Brainard & Shoven, 2015). Infatti, tanto più è alto il valore di mercato di un'azienda, tanto più questo indica fiducia da parte degli investitori e assicura la garanzia del mantenimento di un vantaggio competitivo sostenibile. Inoltre, il valore di mercato può essere influenzato da variabili esterne come le dinamiche di mercato o le condizioni economiche generali (Karğın, 2013).

Negli ultimi anni, l'interesse per il tema della rilevanza del valore di mercato in relazione alle informazioni non finanziarie è cresciuto notevolmente sia per la letteratura accademica che per gli investitori. Diverse ricerche hanno evidenziato come la disclosure di informazioni non finanziarie possa influenzare positivamente il valore di mercato delle aziende, migliorando la percezione del rischio e il potenziale di crescita a lungo termine. È il caso dello studio condotto da Honggowati et al. (2015) e di un altro pubblicato su "Audit Financiar" ad opera di Elena Nechita. In particolare, il primo ha dimostrato che le informazioni non finanziarie come la prospettiva dei clienti, i processi aziendali interni e la crescita e apprendimento, sono significativamente correlate alla performance di mercato. Ciò indica che gli investitori attribuiscono valore a queste informazioni per una visione più completa della sostenibilità aziendale (Honggowati, Aryani, & Rahmawati, 2015). Invece il secondo ha rilevato che la divulgazione di informazioni sulla sostenibilità ha aumentato la rilevanza per il valore di mercato delle aziende quotate alla Borsa di Bucarest specialmente a seguito dell'adozione della Direttiva 2014/95/EU (Nechita, 2021). Ciò è stato confermato dall'analisi di Dumitru e al. (2017) che sottolinea come le nuove normative europee siano in grado di

migliorare la trasparenza e la responsabilità aziendale, influenzando positivamente la percezione degli investitori e il valore di mercato delle aziende (Fortuna, Testarmata, Sergiacomi, & Ciaburri, 2020).



## **CAPITOLO 3. GLI INDICATORI DI SOSTENIBILITA': CRITERI DI VALUTAZIONE E METODOLOGIE DI CALCOLO**

### **3.1 Gli indicatori ESG**

ESG è l'acronimo di "Environmental, Social, Governance", i tre criteri guida delle decisioni di investimento che rappresentano un cambiamento di paradigma nel contesto imprenditoriale e finanziario, poiché si pone l'attenzione non più unicamente sul profitto, ma anche su quelli che sono gli impatti ambientali, sociali e di governance. Il concetto di ESG si è evoluto nel tempo, diventando progressivamente uno strumento valutativo per misurare l'impegno delle aziende verso investimenti responsabili che hanno l'obiettivo di generare effetti positivi sull'economia reale. Questo approccio ponderato quindi valuta il trade-off tra profitti attesi ed esternalità positive e cerca di minimizzare gli impatti negativi. Tuttavia, nuovi studi hanno dimostrato l'assenza di trade off tra profitti generati e risultati attesi e anzi hanno dato prova di come, in realtà, attività con score ESG di alto livello abbiano un profitto atteso maggiore. Gli investimenti classificabili come "Social Impact Finance" devono considerare tre fattori fondamentali: *Misurabilità, Volontarietà, Addizionalità*.

Il primo si riferisce alla valutazione quantitativa a priori dell'impatto sociale, ambientale o di governance che l'attività genererà. Proprio come accade per un investimento, anche l'ammontare atteso di ritorni in ambito sociale deve essere misurabile (Butts, 2024). Il secondo allude allo spillover positivo generato dall'investimento che deve essere intenzionale e valutato preventivamente tramite stime e valutazioni ex ante. Il terzo concerne la capacità dell'investimento di ottenere quei benefici che non si sarebbero ottenuti in sua assenza, come l'aumento delle opportunità lavorative locali o il raggiungimento di obiettivi ambientali e di trasparenza aziendale (Caspar, Ward, Aguirre, & Clough, 2021).

Gli ESG hanno radici antiche, risalenti ai tempi biblici, quando alcune religioni proibivano investimenti in attività non etiche. Nel medioevo, principi simili caratterizzavano la "Finanza Cristiana" e quella Islamica, con divieti come l'usura. Tra il XIX e il XX secolo, movimenti cristiani condussero boicottaggi e disinvestimenti per promuovere cambiamenti sociali, come l'abolizione della tratta degli schiavi e il movimento contro l'apartheid in Sudafrica.

Gli anni '70 furono fondamentali per la consapevolezza ambientale, evidenziata dalle crisi petrolifere. Sebbene Milton Friedman sostenesse che le aziende dovessero massimizzare i profitti senza obblighi etici oltre la legge, incidenti come Chernobyl aumentarono l'attenzione sui rischi ambientali. Negli anni '80, Freeman propose che il management considerasse gli interessi di tutti gli stakeholder, portando all'adozione del protocollo di Kyoto<sup>23</sup> nel 2005 e alla "Triple Bottom Line"<sup>24</sup>, che valuta le prestazioni aziendali in termini di persone, pianeta e profitti (Barrett & Feijao, 2024).

Nel 2006, le Nazioni Unite lanciarono i "Principi per l'Investimento Responsabile"<sup>25</sup> (PRI), incoraggiando l'adozione dei principi ESG tra gli investitori istituzionali. Dopo gli scandali finanziari e la conseguente crisi, il mercato degli investimenti a impatto sociale crebbe rapidamente, con un forte impegno nella misurazione degli impatti finanziari e sociali.

Un passo significativo è stato compiuto nel 2015 con la definizione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) da parte delle Nazioni Unite che mirano a promuovere lo sviluppo sostenibile attraverso l'uso di codici etici

---

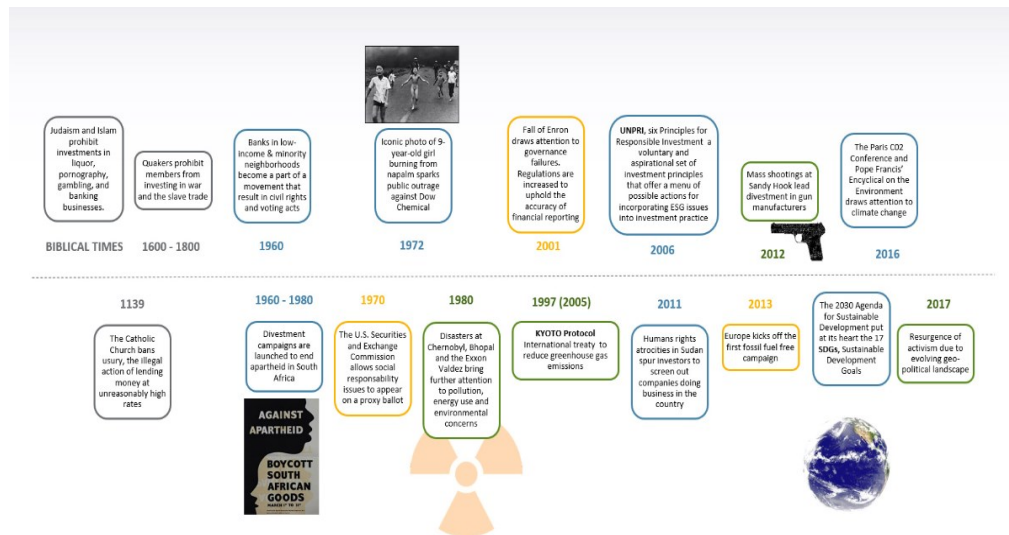
<sup>23</sup> Il Protocollo di Kyoto è un trattato internazionale adottato nel 1997 e entrato in vigore nel 2005, che impegna i paesi industrializzati a ridurre le emissioni di gas serra, in base agli obiettivi di riduzione concordati.

<sup>24</sup> La Triple Bottom Line è un approccio di business che valuta la performance di un'azienda non solo in termini economici, ma anche in termini sociali e ambientali. L'obiettivo è bilanciare profitto, persone e pianeta per una sostenibilità complessiva.

<sup>25</sup> I Principi per l'Investimento Responsabile sono un insieme di linee guida sviluppate dalle Nazioni Unite nel 2006, che incoraggiano gli investitori a incorporare fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle loro decisioni di investimento, al fine di promuovere una gestione responsabile e sostenibile del capitale.

e principi ESG, per un futuro ridisegnato per le prossime generazioni (Nateri, 2018).

Figura 21. L'evoluzione degli investimenti responsabili



Fonte: <https://www.gltfoundation.com/newsletter-glt/evoluzione-nel-tempo-degli-investimenti-responsabili/>

La valutazione di un'impresa non si riferisce più solo ai dati finanziari, ma anche a quelli sulle policy aziendali. Per le organizzazioni è diventato fondamentale adottare principi etici rigorosi e gli indicatori ESG fungono da guida per lo sviluppo e la crescita mondiale. In sostanza, questi criteri aiutano gli stakeholder a comprendere la gestione dei rischi e delle opportunità ambientali, sociali e di governance di un'organizzazione e il settore finanziario ne usufruisce e, con fine di valutare la sostenibilità delle aziende, crea rating basati su metriche specifiche (ESG NEWS, 2023).

Le variabili ESG sono tre: *Environmental, Social e Governance*.

La prima riguarda il rapporto delle aziende con l'ambiente e include iniziative per misurare e ridurre l'impatto ambientale. Copre temi come la biodiversità, la sostenibilità della catena alimentare, la sicurezza

agroalimentare, la gestione delle risorse naturali (acqua, terra, aria, vegetazione) e la capacità di soddisfare i bisogni alimentari in relazione alla crescita della popolazione. La misurazione e la riduzione delle emissioni di CO2 rappresenta uno dei principali temi e parametri di riferimento della categoria E di Environment (Butts, 2024).

La seconda considera tutte le decisioni e le attività aziendali che hanno un impatto sulla società, includendo il rispetto dei diritti civili e lavorativi, l'attenzione alle condizioni di lavoro, la promozione della parità di genere e la lotta contro ogni forma di discriminazione. Questa variabile comprende anche l'impegno dell'azienda nel contribuire allo sviluppo sociale e al benessere delle comunità in cui opera, attraverso iniziative volte a migliorare la qualità della vita dei residenti. Temi come il contrasto al lavoro minorile e il monitoraggio delle complesse catene di approvvigionamento sono essenziali per garantire la responsabilità sociale ed etica dell'intera filiera produttiva.

La terza concerne le strategie e le decisioni aziendali in termini di etica retributiva, meritocrazia, diritti degli azionisti e contrasto alla corruzione, compreso il processo di formazione dei Consigli di amministrazione (CdA). Essa rappresenta l'identità, la strategia, la determinazione e l'atteggiamento dell'azienda nell'attuazione dei principi ESG e quindi la capacità di definire forme organizzative e azioni concrete per integrare questi nella routine aziendale. In passato, molti obiettivi aziendali legati all'etica e alla governance erano affidati alla discrezionalità della proprietà e del management, tuttavia oggi una Governance orientata ai parametri ESG incorpora questi principi nei processi aziendali, con risorse, obiettivi e strumenti di controllo specifici per garantirne l'attuazione efficace (Bellini, 2021).

Figura 22. Le tematiche ESG



Fonte: <https://www.gltfoundation.com/newsletter-glt/evoluzione-nel-tempo-degli-investimenti-responsabili/>

Gli indicatori ESG offrono opportunità e rischi.

Per gli investitori, ricoprono un ruolo di fondamentale importanza poiché i fattori ambientali, sociali e di governance possono influenzare i rischi e i rendimenti finanziari. Infatti, le aziende con pratiche ESG solide tendono ad avere una visione a lungo termine, maggiore stabilità finanziaria e sono generalmente più innovative e competitive. Investire in queste ultime può proteggere gli investitori da perdite significative, migliorare il loro profilo di credito, immagine pubblica e reputazionale e contribuire alla creazione di un impatto più positivo sul mondo. Lo stesso vale per i cittadini e i consumatori. Le variabili ESG incoraggiano le aziende a ridurre il loro impatto ambientale, rispettare i diritti dei lavoratori, promuovere la sostenibilità a lungo termine e operare in modo etico. Ciò si traduce in un ambiente più sano, condizioni di lavoro migliori, prodotti di alta qualità e decisioni aziendali più responsabili nei confronti dei consumatori e della società nel suo complesso (Bellini, 2021).

D'altra parte, i rischi si riferiscono a fattori sociali, ambientali e di

governance che possono influenzare il successo finanziario e la gestione aziendale e per questo si rende necessaria una corretta valutazione degli stessi attraverso un'analisi approfondita di ciascuna categoria, environmental, social e governance. A sostenerlo è un recente studio condotto dall'agenzia di rating MSCI in cui sono stati valutati i punteggi relativi all'esposizione e alla gestione del rischio. I risultati hanno mostrato che nel periodo 2017-2022 le società con punteggi di gestione dei rischi ESG più elevati, e quindi con rating migliori, hanno registrato un rischio azionario inferiore rispetto ai loro concorrenti.

Oltre a migliorare i rendimenti finanziari, un'efficace gestione dei rischi ESG presenta altri benefici, tra cui l'aumento dell'interesse da parte degli investitori e clienti, che sono sempre più attenti ai temi della sostenibilità e preferiscono fare affidamento su aziende che hanno stabilito piani di gestione del rischio ESG credibili (ESG NEWS, 2023).

### **3.2 Il rating ESG**

Attraverso l'analisi extra-finanziaria, nota anche come analisi ESG (Environmental, Social, Governance), e grazie alle normative ed alle disposizioni europee, si è reso possibile valutare l'operato delle imprese sui vari fattori di sostenibilità al fine di selezionare quelle da inserire nel cosiddetto "Universo sostenibile"<sup>26</sup>. Questa, solitamente condotta a partire dai bilanci d'esercizio o dai bilanci di sostenibilità, utilizza informazioni fornite direttamente dall'impresa e da organizzazioni terze. Può estendersi anche ad emittenti organizzativi, contribuendo così alla valutazione della responsabilità sociale a livello nazionale e facilitando la selezione dei titoli di stato in base alle loro performance di sostenibilità. Lo Score o il Rating

---

<sup>26</sup> L'Universo Sostenibile è un concetto che abbraccia l'idea di sviluppo sostenibile su scala globale, promuovendo pratiche e politiche che assicurino il benessere attuale e futuro dell'umanità e del pianeta, attraverso l'equilibrio tra crescita economica, equità sociale e protezione ambientale.

ESG fornisce una stima sintetica attribuendo un punteggio basato sul grado di conformità alle Direttive internazionali correlate. Tuttavia, effettuare un'analisi di questo tipo è estremamente complesso. Non esistono misure osservabili e comunemente riconosciute a livello nazionale e internazionale e, dato che gli apprezzamenti non riguardano un periodo di tempo ben definito, la stima subisce un'elevata variabilità. Le grandezze osservabili sono numerose proprio come le caratteristiche associate a ciascun criterio (MDOTM, 2020). Uno studio condotto da un'importante società di sviluppo di strategie d'investimento, utilizzando anche l'intelligenza artificiale, ha dimostrato, supportato da ulteriori ricerche che giungono alla medesima conclusione, l'esistenza di una correlazione positiva tra i fattori ESG e le performance finanziarie. In tale contesto, risulta fondamentale ottenere un rating chiaro e affidabile per effettuare scelte d'investimento consapevoli durante lo screening dei progetti in cui investire. Data l'incertezza intrinseca nel calcolo dello score, le parti interessate tendono a consultare più rating da diverse società con un elevato livello reputazionale, tra cui MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Eco Vadis e Refinitiv. La valutazione svolta da queste può enfatizzare alcuni fattori rispetto ad altri, motivo per cui un professionista esperto tenderà a compiere un'analisi ponderata di ciascuno score. Lo scopo del rating è quello di fornire una quantificazione dell'esposizione ai rischi e alle opportunità, valutando anche il posizionamento dell'azienda sul mercato rispetto ai suoi concorrenti (Sayani, 2020).

*Figura 23. ESG Score Rating System*



Fonte: <https://urbanfootprint.com/blog/in-the-news/esg-scores-meaning/>

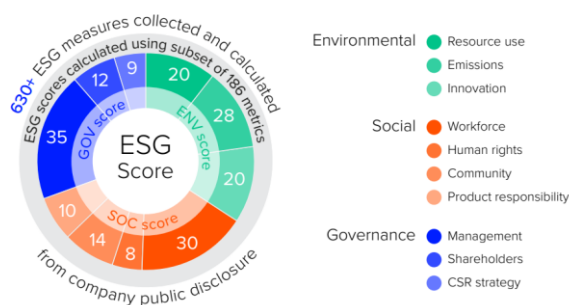
### 3.2.1 Refinitiv Rating ESG: composizione e metodologia di calcolo dell'Esg Score e Pillar Score

I punteggi ESG di Refinitiv rappresentano una valutazione trasparente basata sulle capacità di sostenibilità delle imprese tenendo conto del settore e degli eventuali bias legati alla dimensione aziendale. Il modello di calcolo considera due tipologie di punteggio complessivo:

- *ESG Score* che misura la performance di sostenibilità dell'azienda basandosi su dati verificabili di dominio pubblico;
- *ESGC Score* che sovrappone le controversie allo score ESG per fornire una valutazione completa degli impatti e della condotta dell'azienda nel tempo.

I punteggi sono calcolati e disponibili per circa 1.000 aziende, principalmente statunitensi ed europee, a partire dall'anno fiscale 2002 e consentono agli utenti di prendere decisioni ponderate a proposito di investimenti sulla base di ciò che soddisfa i loro requisiti.

Figura 24. Struttura del Refinitiv Esg Score



Fonte: [https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

Refinitiv conta più di 630 indicatori che usa per valutare e assegnare un giudizio circa il grado di sostenibilità di un'azienda. Queste misure sono suddivise in dieci categorie, i cui punteggi vengono aggregati per formare



i Pillar Score (environmental, social e governance) e i relativi pesi vengono divulgati normalizzati in una percentuale tra lo 0 e il 100. Invece, L'ESG Score complessivo riflette la performance e l'impegno non finanziario dell'azienda sulla base di informazioni pubbliche ed è dato dalla somma dei pesi delle categorie, che variano a seconda del settore per i primi due fattori, ma che restano costanti per la governance.

Per quanto concerne il calcolo del punteggio ESG, Refinitiv raccoglie due tipologie di dati: booleani e numerici.

I primi replicano con "Sì", "No" o "Null" a domande che prevedono unicamente una risposta chiusa. In caso di parere positivo si assegna un valore di 1, mentre di parere negativo o di mancanza di informazioni un valore di 0. La polarità del dato determina come questi vengono utilizzati. Ad esempio, avere una politica di riduzione delle emissioni è considerato positivo, quindi se un'azienda risponde "Sì" a questa domanda, le viene assegnato un valore di 1, se invece risponde "No" le viene assegnato un valore di 0. Al contrario, se si considera la presenza di controversie ambientali, la situazione è inversa. In questo caso, l'assenza di controversie è positiva, quindi se un'impresa non ha controversie ("No"), le viene assegnato un valore di 1, se ha controversie o non fornisce informazioni ("Sì" o "Null"), le viene assegnato un valore di 0.

I secondi sono valutati solo se l'organizzazione presa di riferimento e le altre dello stesso gruppo industriale riportano lo stesso punto dati. La polarità funziona come nel caso dei dati booleani.

L'insieme delle categorie e delle argomentazioni contenute al loro interno prende il nome di "matrice di materialità" ed è stata costruita con l'obiettivo di una valutazione obiettiva e imparziale dell'importanza di ciascun tema ESG attribuita attraverso i pesi delle fasce regolarmente aggiornati. I dati raccolti su ciascun tema vengono usati per misurare la significatività di un'azienda rispetto al tema stesso. Mentre, in caso di informazioni mancanti o non disponibili, le tematiche non sono incluse nel

calcolo dei pesi, ma comunque inserite nei report aziendali ESG e nel database di Refinitiv (LSEG Business, 2022).

Figura 25. Matrice di Materialità Tematiche ESG di Refinitiv

Pillar	Environmental			Social				Governance		
Categories	Emission	Innovation	Resource use	Community	Human rights	Product responsibility	Workforce	CSR Strategy	Management	Shareholders
Themes	Emissions, Waste, Biodiversity, Environmental, Management systems	Product innovation, Green revenues, Research and Development, Capital Expenditures	Water, Energy, Sustainable packaging, Environmental supply chain	Equally important to all industry groups, hence a median weight of five is assigned to all	Human rights	Responsible marketing, product quality, data privacy	Diversity and inclusion, Career development and training, Working conditions, Health and safety	CSR strategy, ESG reporting and transparency	Structure (independence, diversity, committees), Compensation	Shareholder rights, Takeover defenses

Fonte: Rielaborazione personale sulla base del documento “Environmental, Social and Governance Scores from LSEG” 2022, pag. 10/28

Il contributo di ciascuna delle dieci categorie al rating complessivo dipende dalla quantità di metriche associate ad essa rispetto al totale. Ad esempio, se la categoria "Diritti Umani" nel pilastro Sociale ha 8 metriche su un totale di 186, contribuirà al 4,30% del punteggio totale. Lo stesso principio si applica per determinare il peso dei fattori rispetto al punteggio totale, dove il fattore E ha un peso del 36,67%, il fattore S del 33,33% e il fattore G del 30%. Per calcolare il punteggio complessivo basato sulle dieci categorie, si utilizza la metodologia del rango percentile, che minimizza l'impatto di valori anomali. Questo approccio si basa su tre domande chiave: quante aziende hanno un punteggio inferiore a quello in esame, quante hanno lo stesso punteggio e quante sono valutate con la stessa metrica. Utilizzando tali informazioni, viene formulata un'equazione per determinare il punteggio complessivo:

$$\text{score} = \frac{\text{no. of companies with a worse value} + \frac{\text{no. of companies with the same value included in the current one}}{2}}{\text{no. of companies with a value}}$$

Fonte: [https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.lseg.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)

Così facendo Refinitiv confronta direttamente ogni azienda con il proprio settore di appartenenza per le componenti ambientali e sociali, e con il Paese di appartenenza per quanto riguarda la componente di governance.

### **3.2.2 Bloomberg Rating ESG: composizione e metodologia di calcolo dell'Esg Score e Pillar Score**

Bloomberg utilizza una serie di indici di sostenibilità, noti come ESG Scores, per misurare le performance ambientali, sociali e di governance delle aziende. Questi sono progettati per essere integrati nelle analisi finanziarie e per aiutare gli investitori a prendere decisioni più informate. Questi indici possono essere riassunti come segue:

- *ESG Score complessivo* che sintetizza la capacità di un'azienda di gestire le questioni di sostenibilità. Il suo punteggio viene calcolato come media ponderata dei punteggi ottenuti nei tre pilastri;
- *Pillar Score* si basano su dati pubblici disponibili e sono suddivisi nella componente *Ambientale* (E) che valuta come un'azienda gestisce le sue responsabilità ambientali, considerando aspetti come l'uso delle risorse, le emissioni di carbonio, la gestione dei rifiuti e l'efficienza energetica; *Sociale* (S) che misura come un'azienda gestisce le relazioni con i dipendenti, i fornitori, i clienti e le comunità in cui opera includendo metriche su salute e sicurezza, pratiche lavorative, diversità, inclusione e impatto sulla comunità; *Governance* (G) che esamina la struttura di governance di un'azienda guardando alle pratiche di gestione, la trasparenza, i diritti degli azionisti e la composizione del consiglio di amministrazione. Inoltre, esattamente come accade per Refinitiv anche Bloomberg riassume tutte le tematiche che compongono i singoli pillar in una matrice di materialità. Per quanto riguarda invece le sotto tematiche di ciascuna componente si guardi

## all' Appendice A.

Figura 26. Matrice di Materialità Tematiche ESG di Bloomberg

Pillar	Environmental	Social	Governance
Themes	Air Quality, Climate Exposure, Ecological Impact, Energy Management, Environmental Supply Chain Management, GHG Emissions Management, Sustainable Finance, Sustainable Product, Waste Management, Water Management	Access & Affordability, Community Rights & Relations, Customer Welfare, Data Security & Customer Privacy, Ethics & Compliance, Labor & Employment Practices, Marketing & Labeling, Occupational Health & Safety Management, Operational Risk Management, Product Quality Management, Social Supply Chain Management	Audit, Board Composition, Executive Compensation, Shareholder Rights

Fonte: Rielaborazione personale sulla base di Environmental, Social and Governance (ESG) Scores Methodology and Field Information, settembre 2023, Bloomberg, pag.10/51

Nel caso dello score ESG di Bloomberg, le metriche rilevanti per le componenti ambientali e sociali sono identificate in base al settore di appartenenza e poi normalizzate. La normalizzazione avviene scegliendo un denominatore diverso per ciascuna variabile e converte le metriche in punteggi compresi tra 0 e 10. Le variabili di governance hanno tutte la stessa importanza per tutte le società valutate. Il punteggio assegnato riflette sia la performance della variabile che il suo grado di trasparenza, seguendo una logica simile a quella di Refinitiv. Per calcolare lo score ESG complessivo, il peso associato a ciascuna componente (ambientale, sociale, governance) è sempre un terzo del punteggio totale, indipendentemente dal settore di appartenenza delle società valutate (Bloomberg, 2023).

### 3.3 Lo sviluppo delle ipotesi di ricerca

Nel contesto dell'analisi degli indicatori di sostenibilità, lo sviluppo delle ipotesi di ricerca è un passaggio che guida l'intero processo di indagine empirica. La definizione delle ipotesi è stata condotta con l'obiettivo di determinare il rapporto tra gli indici di sostenibilità di Refinitiv e Bloomberg e il valore di mercato delle aziende. Le ipotesi formulate per questa ricerca sono le seguenti:

- H1: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli indici di sostenibilità di Refinitiv e Bloomberg per le aziende analizzate. Questa ipotesi presuppone che le due piattaforme, pur utilizzando metodologie diverse per il calcolo degli ESG Score, dovrebbero comunque mostrare un certo grado di coerenza nelle valutazioni di sostenibilità delle stesse aziende. La verifica di questa ipotesi fornirà una misura della convergenza tra i due sistemi di rating ESG.
- H2: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli indici di sostenibilità di Refinitiv e il valore di mercato delle aziende. Questa ipotesi indaga se i punteggi di sostenibilità assegnati da Refinitiv sono in qualche modo associati al valore di mercato delle aziende. Una correlazione positiva suggerirebbe che migliori pratiche di sostenibilità, come valutate da Refinitiv, sono premiate dal mercato.
- H3: Esiste una correlazione positiva significativa tra gli indici di Bloomberg e il valore di mercato delle aziende. Analogamente all'ipotesi precedente, questa ipotesi esplora la relazione tra gli ESG Scores di Bloomberg e il valore di mercato delle aziende. Il confronto tra i risultati di H2 e H3 permetterà di determinare quale piattaforma offre una valutazione più rappresentativa del valore di mercato basato sulle pratiche di sostenibilità.
- H4: Esistono differenze significative nei valori di mercato delle

aziende basate su diverse regioni geografiche. Questa ipotesi intende verificare se il valore di mercato delle aziende varia significativamente in base alla loro regione geografica di provenienza. L'analisi delle differenze regionali permetterà di comprendere se e come le dinamiche del mercato influenzano le aziende in contesti geografici diversi.

## **CAPITOLO 4. LA METODOLOGIA DELLA RICERCA**

### **4.1 Introduzione**

La research question rappresenta il cuore della ricerca e definisce il modo in cui si svolgerà l'analisi. In questo caso la domanda che ci si pone è: "Qual è la piattaforma, tra Refinitiv e Bloomberg, a cui gli investitori dovrebbero affidarsi per le questioni di sostenibilità?"

Per rispondere alla domanda di ricerca e testare le ipotesi teoriche l'analisi empirica è stata articolata in sottopunti:

1. Verifica della distribuzione campionaria e della correlazione degli indici ESG di Refinitiv e Bloomberg operando un confronto nella composizione dei fattori e nei criteri di calcolo mettendo in luce eventuali similitudini e difformità;
2. Verifica della correlazione tra gli indicatori delle due piattaforme e il valore di mercato con il fine di comprendere l'impatto che le variabili di sostenibilità hanno su quelle finanziarie e quali tra i due provider offre strumenti più dettagliati e rappresentativi;
3. Confronto dei valori di mercato stratificando le aziende in base alla loro regione geografica di provenienza col fine di esaminare se e come le dinamiche tra questi due fattori variano in contesti diversi.

### **4.2 La selezione del campione**

Il campione selezionato per l'analisi empirica ammontava inizialmente a 500 aziende, le prime in materia di sostenibilità secondo l'indice MSCI ESG World Leaders. Tuttavia, a causa della mancanza di dati completi reperibili per alcune di queste il campione è stato ridotto a 407 lasciando ugualmente invariata la significativa rappresentatività come base per la conduzione di analisi robuste.

### **4.3 La metodologia adottata**

La metodologia adottata per questa ricerca è di natura quantitativa e si articola in due fasi, ciascuna delle quali è mirata a rispondere in maniera esaustiva alla domanda di ricerca principale. La prima fase è quella della raccolta dati che si riferiscono al periodo 2020-2023 dalle piattaforme Refinitiv e Bloomberg circa gli indici finanziari e di sostenibilità considerati e tutte quelle variabili identificative delle aziende oggetto di studio, come ad esempio il paese di provenienza e il settore di appartenenza. In questo caso, gli indici ESG esaminati risultano essere l'ESG Score e i Pillar Score perché comuni ad entrambi i provider. La seconda fase è invece quella dell'analisi statistica svolta attraverso strumenti specifici, quali il test di Kolmogorov-Smirnov, utilizzato per verificare la distribuzione campionaria degli indici di sostenibilità, il coefficiente di correlazione di Pearson per misurare la relazione tra gli indicatori delle due piattaforme e quella tra queste e il valore di mercato, il test Kruskal-Wallis e quello di Dunn-Sidak impiegati per confrontare il valore di mercato stratificando le aziende in base alla loro regione geografica.

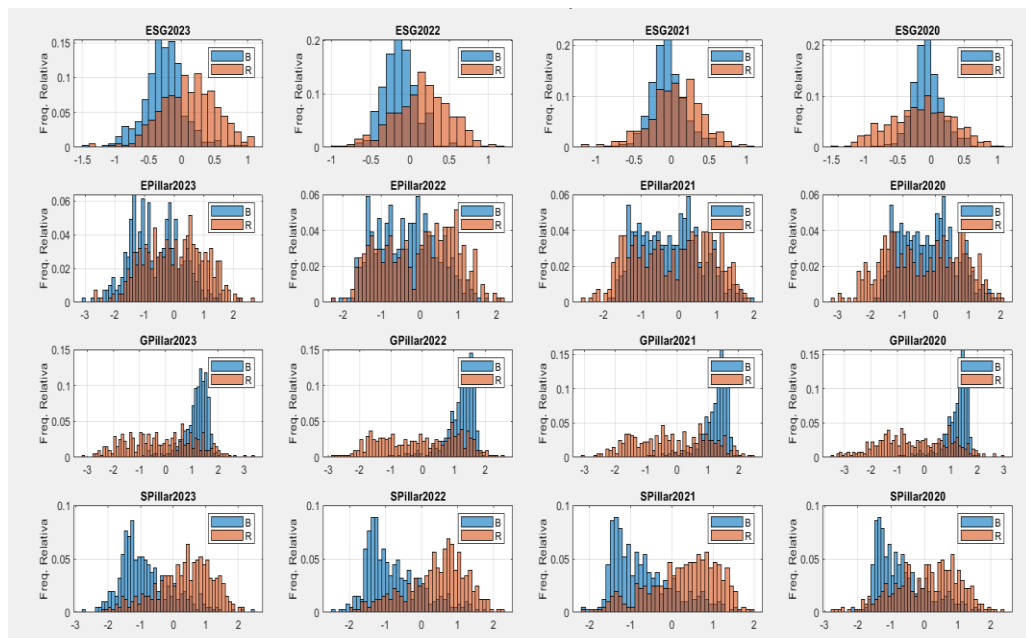


# CAPITOLO 5. I RISULTATI EMPIRICI NEL CONTESTO DEL VALORE DI MERCATO E DELL'ORIGINE GEOGRAFICA DELLA AZIENDE

## 5.1 La distribuzione campionaria degli indici di sostenibilità

Per realizzare il confronto dei dati di Bloomberg e Refinitiv è stato scelto il test di Kolmogorov-Smirnov (KS2 test) che verifica l'ipotesi nulla che due campioni provengano dalla stessa distribuzione restituendo un valore di 0, in caso di distribuzioni uguali, o di 1, in caso di distribuzioni differenti. Poiché i valori degli indici calcolati da Refinitiv e da Bloomberg sono su scale differenti, ai fini di una buona analisi, essi sono stati normalizzati. Così facendo il valore restituito dal test è 1 per tutti i confronti operati. Questo conferma che esistono differenze significative tra gli indici delle due piattaforme.

Figura 27. Confronto distribuzioni campionarie indici di Refinitiv e Bloomberg



Fonte: Matlab

Gli istogrammi riportati qui sopra rappresentano il confronto tra le distribuzioni campionarie degli indici ESG score e Pillar Score di Bloomberg (B) e Refinitiv (R). Per quanto riguarda l'indice ESG complessivo, le distribuzioni di Bloomberg tendono ad essere leggermente più concentrate attorno allo zero rispetto a quelle di Refinitiv. Lo stesso accade per l'E Pillar dove Bloomberg ha distribuzioni generalmente più concentrate attorno ai valori centrali, mentre Refinitiv presenta una maggiore dispersione. Passando invece al G Pillar e al S Pillar notiamo che le distribuzioni sono nettamente differenti con code a destra e a sinistra. Possiamo quindi concludere che ci sono effettive differenze nelle caratteristiche dei dati forniti dai due provider a causa dei differenti criteri di valutazione utilizzati e che queste discrepanze, dato che sono in grado di influenzare le decisioni degli investitori, sono statisticamente significative.

## 5.2 La correlazione tra gli indici di Refinitiv e Bloomberg

A questo punto ho deciso di comprovare ulteriormente i risultati ottenuti dalla precedente analisi studiando la correlazione che intercorre tra i vari indici ESG di Refinitiv e Bloomberg, attraverso il coefficiente di Pearson. Quest'ultimo quantifica la forza e la direzione della relazione lineare tra i due set di dati restituendo un valore tra -1, in caso di correlazione lineare inversa, e 1, in caso di forte correlazione positiva. Invece un valore uguale a zero indica nessuna correlazione lineare (Stewart, 2024). Questo coefficiente viene calcolato come segue:

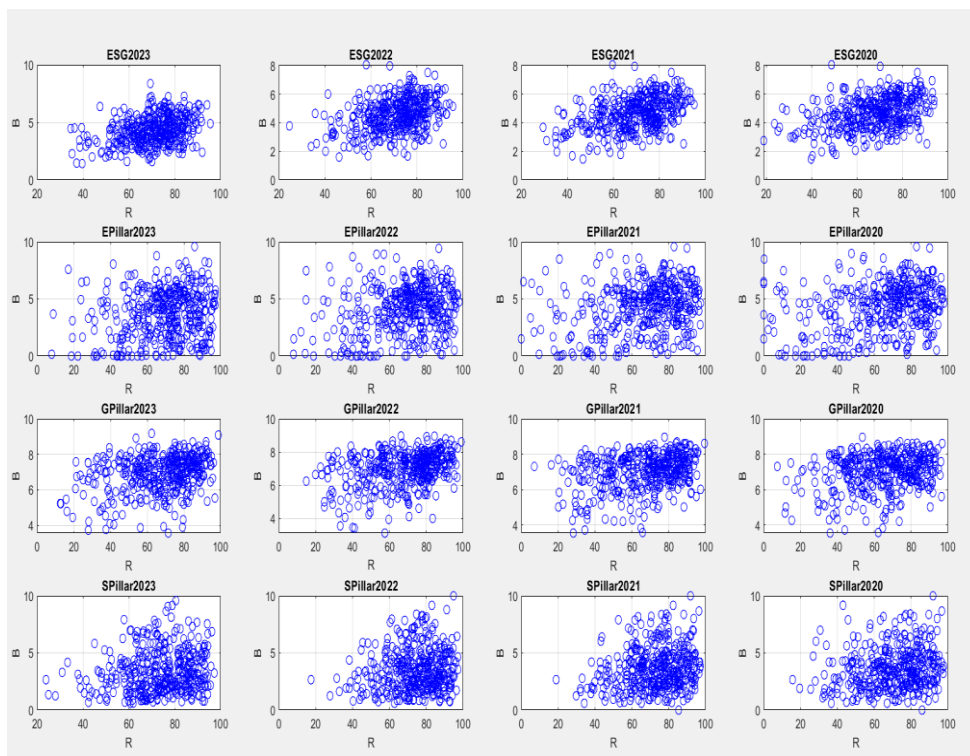
$$\rho_{XY} = \frac{\sigma_{XY}}{\sigma_X \sigma_Y}.$$

dove  $\sigma_{XY}$  è la **covarianza** tra  $X$  e  $Y$  e  $\sigma_X, \sigma_Y$  sono le due **deviazioni standard**.

I dati non normalizzati ottenuti dalla piattaforma Matlab hanno identificato una correlazione debole e quindi inferiore a 0.5 per tutti e quattro gli indici dei due provider.

Per quanto concerne l'ESG Score rileva valori di correlazione compresi tra 0.3341 e 0.3879, l'E Pillar tra 0.1924 e 0.2837 e il G Pillar tra 0.2523 e 0.3379. La correlazione è ancora più debole per il S Pillar che registra valori tra 0.1480 e 0.1909. Dall'insieme dei risultati notiamo che la correlazione risulta essere abbastanza omogenea senza mostrare un effettivo aumento o una chiara diminuzione dovuto al passare degli anni. Ciò suggerisce che le metodologie di calcolo di questi indicatori non sono cambiate.

*Figura 28. Correlazione degli indici ESG di Refinitiv e Bloomberg con il coefficiente di Pearson*



Fonte: Matlab

Lo scatter plot mostra i risultati di correlazione illustrando sull'asse x i punteggi ESG di Refinitiv e sull'asse y quelli di Bloomberg. Le osservazioni sono rappresentate come punti blu nei grafici, indicando la distribuzione dei dati per ciascun anno e indice. Per quanto riguarda l'ESG Score la dispersione dei punti suggerisce una correlazione non perfetta infatti, ad esempio, nel 2023 i punteggi di Bloomberg tendono ad essere più concentrati attorno a valori intermedi mentre quelli di Refinitiv sono distribuiti su un range più ampio. Guardando ai Pillar notiamo una relazione positiva, ma con vari gradi di dispersione. Ad esempio, dell'E Pillar del 2023 mostra una correlazione meno stretta rispetto a quello della governance. La dispersione dei punti in questi grafici suggerisce che, sebbene ci sia una tendenza generale di correlazione positiva, ci sono anche significative differenze nei punteggi assegnati dai due fornitori.

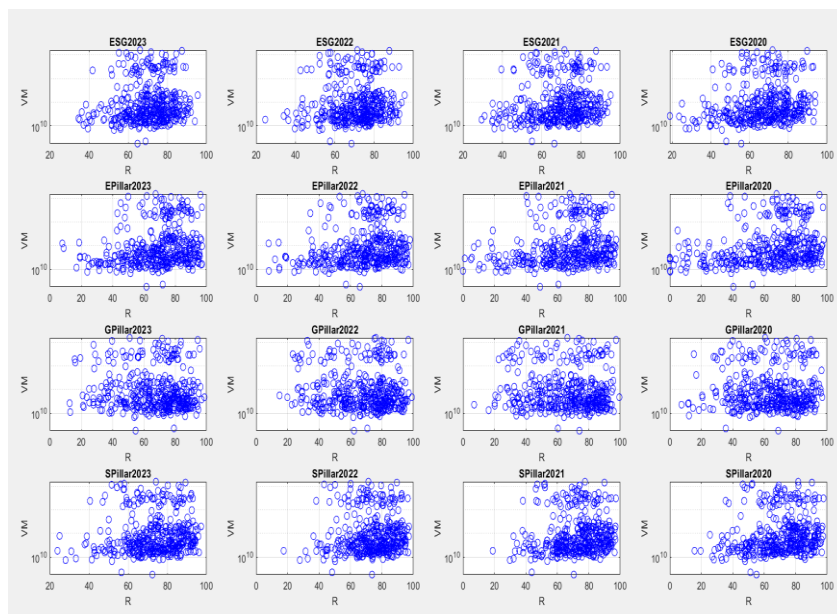
Tramite il medesimo indice è stato possibile misurare anche la correlazione negli anni dei singoli indici dei due provider. In generale tutti i dati mostrano una correlazione positiva molto alta che aumenta col passare del tempo il che suggerisce che i criteri di calcolo e le variabili considerate non sono cambiate. Refinitiv rivela valori di correlazione tra 0.8155 e 0.9293 per l'ESG Score, tra 0.8494 e 0.9538 per l'E Pillar, tra 0.6388 e 0.8526 per il G Pillar, tra 0.7863 e 0.9088 per il S Pillar. D'altro canto, Bloomberg riporta valori di correlazione tra 0.8292 e 0.9292 per l'ESG Score, tra 0.8509 e 1 per l'E Pillar, tra 0.8872 e 1 per il G Pillar, tra 0.8018 e 1 per il S Pillar.

### **5.3 La correlazione tra gli indici e il valore di mercato**

Col fine di testare l'ipotesi di relazione positiva tra indicatori ESG e valore di mercato è stata verificata la correlazione tra questi attraverso il coefficiente di Pearson usando dati non normalizzati. Partiamo da

Refinitiv. I dati mostrano una correlazione davvero debole, quasi nulla, per tutti gli indici analizzati e anzi in alcuni casi la correlazione risulta essere addirittura inversa. Infatti, l'ESG Score registra valori tra  $-0.006348$  e  $0.03614$  mentre l'E Pillar tra  $-0.001791$  e  $0.02243$ . La correlazione è invece inversa per il G Pillar, con intervallo tra  $-0.03555$  e  $0.01125$ , e il S Pillar, con intervallo tra  $-0.009556$  e  $0.03549$ . Questo indica che attualmente come quattro anni fa gli indici ESG di Refinitiv non hanno un forte impatto sulla variabile del valore di mercato. Ciò può essere giustificato dal fatto che sono i primi anni di integrazione degli indici non finanziari, perciò, bisognerebbe lavorare ancora sui fattori e pesi da prendere in considerazione in fase di calcolo e considerare ulteriori variabili di controllo nell'identificazione di una relazione causale tra le due variabili considerate.

*Figura 29. Correlazione tra gli indici di Refinitiv e il valore di mercato*



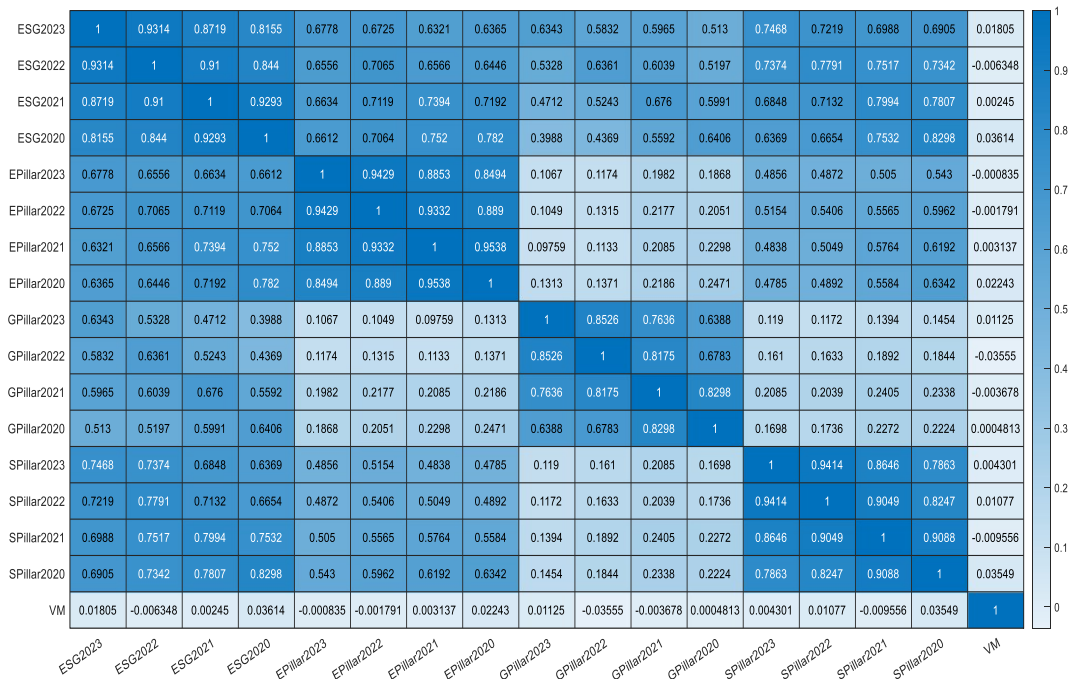
Fonte: Matlab

Lo scatter plot rappresenta la relazione tra il valore di mercato (VM, in scala logaritmica) e i punteggi di sostenibilità. Per quanto riguarda l'ESG Score la dispersione dei dati mostra che il valore di mercato tende ad

aumentare con punteggi ESG più elevati, specialmente sopra i 60. Lo stesso vale per l'E Pillar, mentre per il G Pillar e il S Pillar la relazione risulta meno evidente. I quattro indici hanno in comune un'alta variabilità il che suggerisce che i punteggi di sostenibilità sono solo uno dei tanti fattori che influenzano il valore di mercato. Gli stessi risultati possono essere più facilmente visualizzati tramite la seguente heat map del coefficiente di correlazione. L'immagine in questione rappresenta una matrice di correlazione che permette di vedere quanto strettamente correlati siano tra loro questi indici e come si relazionino con il valore di mercato delle aziende. Una delle prime osservazioni che possiamo fare riguarda le correlazioni tra gli indici di sostenibilità nei vari anni. Si nota che gli indici ESG di anni consecutivi tendono ad avere correlazioni molto elevate tra loro. Per esempio, l'indice ESG del 2022 è fortemente correlato con quello del 2021 e del 2020, con valori di correlazione che si avvicinano o superano 0.9. Questo suggerisce che le performance ESG delle aziende sono abbastanza stabili nel tempo: se un'azienda ha buone performance ESG in un anno, è molto probabile che le mantenga negli anni successivi. Oltre agli indici ESG complessivi, la matrice mostra anche le correlazioni tra le singole componenti: E (ambientale), S (sociale) e G (governance). Anche queste componenti mostrano correlazioni elevate tra di loro e con l'indice ESG totale. Ad esempio, la componente ambientale del 2022 (E2022) è fortemente correlata con l'indice ESG dello stesso anno. Questo indica che le performance in una singola dimensione ESG tendono a riflettersi nelle performance complessive ESG. Un aspetto interessante della matrice è la correlazione tra il valore di mercato (VM) delle aziende e i vari indici ESG. In generale, queste correlazioni risultano molto basse e spesso negative. Per esempio, l'indice ESG del 2022 ha una correlazione di -0.0056 con il valore di mercato. Questo suggerisce che le performance ESG delle aziende non sono strettamente legate al loro valore di mercato. Ciò vuol dire che avere buone performance ESG non

garantisce necessariamente un valore di mercato più alto, almeno nel periodo di tempo considerato.

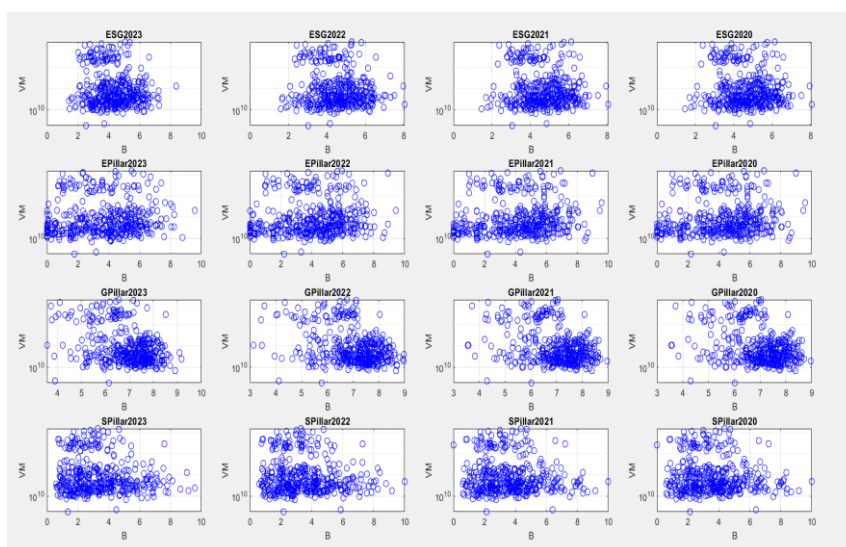
Figura 30. Heat map di correlazione tra indici di sostenibilità di Refinitiv e valore di mercato



Fonte: Matlab

Vediamo ora quelli di Bloomberg. Anche in questo caso la correlazione tra indici ESG e valore di mercato è pressoché nulla. L'ESG Score registra valori tra 0.0454 e 0.08589, l'E Pillar tra 0.0683 e 0.07108, il G Pillar tra 0.006431 e 0.00571 e il S Pillar tra 0.02557 e 0.065123. Inoltre, negli anni la correlazione risulta omogenea e ciò suggerisce che anche Bloomberg dovrebbe lavorare di più sul metodo di calcolo e sulle variabili prese in considerazione elementi che, negli anni, sono rimaste immutate. In tutti e quattro i casi la distribuzione dei dati evidenzia l'assenza di una chiara relazione suggerendo che, esattamente come accade per Refinitiv, altri fattori oltre al bias influenzano maggiormente il valore di mercato delle aziende.

Figura 31. Correlazione tra gli indici di Bloomberg e il valore di mercato



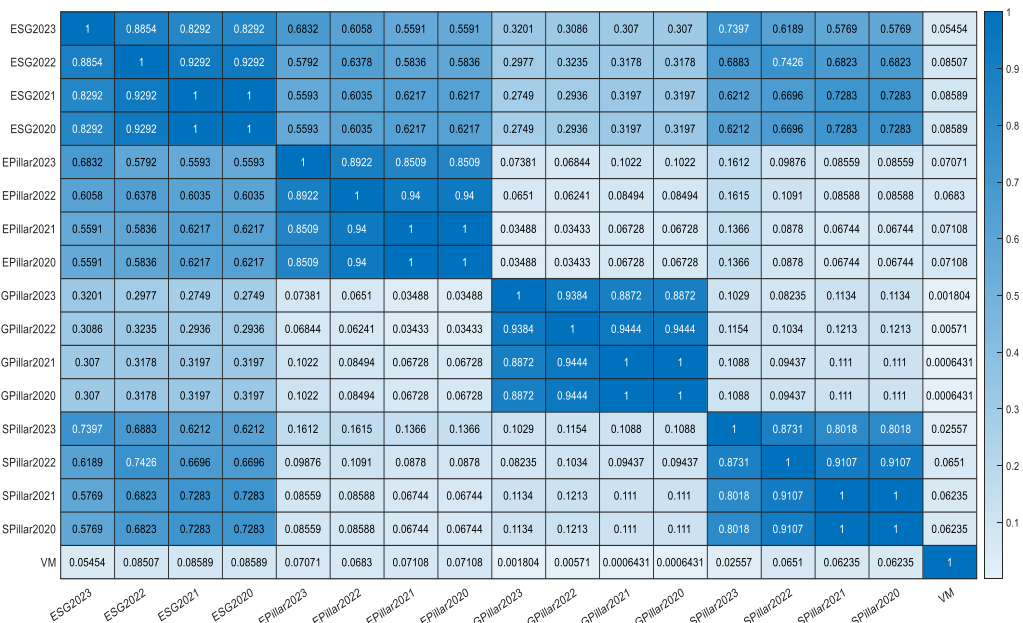
Fonte: Matlab

Analogamente a prima, presentiamo la heat map di correlazione tra i dati di Bloomberg e il valore di mercato. Come nella matrice precedente, gli indici ESG degli anni consecutivi mostrano una forte correlazione tra di loro. Ad esempio, l'ESG del 2023 è altamente correlato con l'ESG del 2022 e del 2021, con valori di correlazione che si avvicinano a 0.9 o li superano. Questo pattern di alta correlazione tra gli indici di anni successivi suggerisce nuovamente che le performance ESG delle aziende tendono a mantenersi stabili nel tempo. Anche le singole componenti ESG, cioè E (ambientale), S (sociale) e G (governance), mostrano correlazioni elevate tra di loro e con l'indice ESG complessivo. Per esempio, la componente E del 2023 ha una correlazione elevata con l'ESG del 2023. Questo suggerisce che le performance in una specifica area (E, S o G) sono indicative delle performance complessive ESG. La correlazione tra il valore di mercato (VM) e gli indici ESG è generalmente bassa. La correlazione tra il valore di mercato e ESG2023 è di 0.0544, che indica una relazione positiva ma molto debole. Anche le altre componenti ESG e



i loro valori storici mostrano correlazioni basse con il valore di mercato. Ciò suggerisce, ancora una volta, che non esiste una forte relazione tra le performance ESG e il valore di mercato delle aziende nel periodo considerato.

Figura 32. Heat map di correlazione tra gli indici ESG di Bloomberg e il valore di mercato



Fonte: Matlab

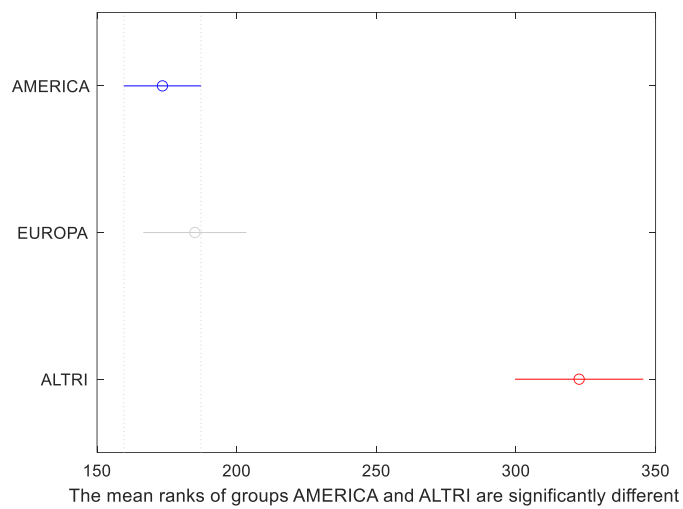
## 5.4 Il confronto del valore di mercato delle aziende in base alla regione geografica di provenienza

Ultimo punto dell'analisi è stato quello di verificare se esistessero differenze significative di valore di mercato delle 407 migliori aziende (in termini di sostenibilità) in base al loro paese di provenienza. Inizialmente l'obiettivo della ricerca era quello di calcolare media e deviazione standard del valore di mercato per singolo paese; tuttavia, a causa del fatto che per alcuni di questi erano registrati dati solo di poche aziende ho deciso di operare una stratificazione per area geografica, ottenendo tre gruppi (America, Europa e Altri) abbastanza simili in termini di numerosità

campionaria (224 per America, 108 per Europa e 75 per altri). Il primo gruppo considera i dati di aziende provenienti da Bermuda, Canada, Stati Uniti e Uruguay; il secondo comprende i dati delle aziende provenienti da Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Liechtenstein, Olanda, Norvegia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito; il terzo include i dati delle aziende provenienti da Hong Kong, Israele, Giappone, Singapore, Australia, Nuova Zelanda, Malesia, Sud Africa, Cina e India.

Per effettuare il confronto tra i valori di mercato delle aziende appartenenti ai tre gruppi così costruiti, è stato usato il test di Kruskal-Wallis (con livello di significatività del 5%), ovvero un test statistico non parametrico volto a rigettare l'ipotesi nulla che i gruppi provengano dalla stessa popolazione. Quest'ultimo è risultato positivo con valore del p-value inferiore a 0.05 (nello specifico pari a  $3.48454e-21$ ) e con valore della statistica chi quadrato pari a 94.21. Questo significa che esiste un'effettiva differenza significativa tra i tre gruppi per quanto riguarda il valore di mercato. Per indagare tra quali coppie di gruppi esista differenza significativa, ho condotto un test post-hoc per confronti a coppie, ovvero il test di Dunn-Šidák, con livello di significatività del 5%. A valle di questo (e come è possibile visualizzare dall'immagine riportata qui sotto) si nota che i valori di mercato del gruppo "Altri" sono significativamente superiori rispetto a quelli del gruppo "America", mentre il gruppo "Europa" registra valori di mercato intermedi. Ciò suggerisce una forte disparità nei valori di mercato tra "America" e "Altri", mentre "Europa" si colloca in una posizione meno definita e statisticamente distintiva rispetto al gruppo "Altri", ma non rispetto al gruppo "America".

Figura 33. Test Dunn Sidak tra paesi e valore di mercato



Fonte: Matlab

## CAPITOLO 6. LA DISCUSSIONE

### 6.1 La discussione dei risultati della ricerca

L'analisi empirica condotta ha prodotto risultati significativi per quanto riguarda i criteri di attribuzione dei punteggi di sostenibilità e l'impatto che gli indici hanno sulla performance finanziaria delle aziende. L'analisi della distribuzione campionaria svolta mediante il test di Kolmogorov-Smirnov ha mostrato che gli indici di Refinitiv presentano una maggiore dispersione rispetto a quelli di Bloomberg, che tendono invece ad essere più concentrati attorno ai valori centrali. Ciò suggerisce che le due piattaforme usano in generale metodologie di calcolo differenti e che, in particolare, Bloomberg adotta criteri di normalizzazione più stringenti in grado di influenzare la valutazione della sostenibilità aziendale. Il coefficiente di Pearson ha rivelato una correlazione debole (inferiore a 0.5) tra gli indici delle due piattaforme per tutte e quattro le componenti analizzate (per l'ESG Score, la correlazione variava tra 0.3341 e 0.3879, per l'E Pillar tra 0.1924 e 0.2837, per il S Pillar tra 0.1480 e 0.1909 e per il G Pillar tra 0.2523 e 0.3379) e una correlazione forte tra i punteggi degli stessi indici nel periodo 2020-2023 suggerendo che negli ultimi anni la metodologia di calcolo è rimasta invariata. Lo stesso coefficiente ha poi dimostrato un'ulteriore correlazione tra gli indicatori di sostenibilità delle due piattaforme e il valore di mercato sottolineando che sia gli indici di Refinitiv che di Bloomberg hanno un leggero impatto sul fattore finanziario, ma con intensità variabile. Questo significa che aziende con punteggi ESG più elevati tendono ad avere un valore di mercato maggiore. Suddetta correlazione risulta più consistente per l'ESG Score rispetto ai singoli Pillar Score indicando che una valutazione integrata delle componenti ambientali, sociali e di governance offre una rappresentazione più robusta del legame tra sostenibilità e performance finanziaria. Infine,

i test di Kruskal-Wallis e Dunn-Sidak hanno verificato l'esistenza di differenze significative in termini di valore di mercato delle aziende campione in base alla loro regione di provenienza. Questi test hanno evidenziato una forte disparità tra quelli dei gruppi "America" e "Altri" e il posizionamento intermedio di quelli del gruppo "Europa". La ricerca ha dimostrato quindi che, nonostante le differenze metodologiche tra Refinitiv e Bloomberg, entrambi gli indici ESG sono rilevanti per gli investitori. Le aziende che eccellono in sostenibilità tendono ad essere premiate con un valore di mercato più elevato, soprattutto in contesti dove le normative ESG sono maggiormente implementate e ciò sottolinea l'importanza di adottare pratiche di sostenibilità solide per migliorare la performance finanziaria e attrarre investitori attenti agli aspetti ESG. In conclusione, nonostante questi limiti, la ricerca fornisce importanti indicazioni circa le differenze tra i principali provider di indicatori ESG e sull'impatto che queste hanno sulle performance finanziarie delle organizzazioni. Questi risultati possono infatti informare sia gli investitori che le aziende sulle migliori pratiche di rendicontazione e sulle implicazioni delle loro scelte in materia di sostenibilità.

## CONCLUSIONI

Negli ultimi decenni, la rendicontazione della sostenibilità aziendale ha acquisito un'importanza crescente nel panorama economico globale. Le aziende non sono più valutate esclusivamente sulla base delle loro performance finanziarie, ma anche in relazione agli impatti ambientali, sociali e di governance (ESG) che generano. Questa evoluzione è stata accompagnata da un incremento di domanda di trasparenza e accountability da parte di investitori, clienti, regolatori e altri stakeholder. Attraverso la rendicontazione non finanziaria, le organizzazioni rendono note le loro strategie, performance e rischi legati alla sostenibilità, contribuendo a una maggiore fiducia e credibilità nei confronti del mercato. Questo processo di comunicazione ha subito notevoli trasformazioni, soprattutto a seguito dell'introduzione di direttive europee come la Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e la più recente Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), che hanno stabilito requisiti sempre più stringenti e dettagliati.

Il primo capitolo di questa tesi ha esplorato l'evoluzione della rendicontazione di sostenibilità, esaminando il contesto antecedente le due direttive sopra menzionate e analizzando i fattori che la influenzano maggiormente. Ha inoltre argomentato i principali standard di rendicontazione, tra cui i GRI, i SASB e i più recenti ESRS, e i vari framework di sostenibilità, in un'analisi comparativa in grado di far emergere le loro peculiarità e complementarità.

Il secondo capitolo ha trattato l'informativa aziendale e gli strumenti per la valorizzazione della sostenibilità. In primo luogo, è stata approfondita la distinzione tra informativa obbligatoria e volontaria, mettendo in luce come entrambe contribuiscano alla trasparenza e all'affidabilità delle comunicazioni aziendali. Successivamente, l'analisi si è concentrata sul concetto di Value Relevance, ovvero la capacità dell'informativa di

influenzare la valutazione da parte degli investitori e degli stakeholder, e sul ruolo dell'Assurance di Sostenibilità, un processo di verifica esterna che garantisce l'accuratezza delle informazioni non finanziarie.

Il terzo capitolo ha approfondito nel dettaglio il tema degli indicatori ESG attraverso un'analisi empirica condotta sulle prime 500 aziende dell'indice MSCI ESG World Leaders. Quest'ultima ha prodotto risultati significativi riguardo ai criteri di attribuzione dei punteggi di sostenibilità e all'impatto che gli indici hanno sulla performance finanziaria delle aziende. Il test di Kolmogorov-Smirnov ha mostrato che gli indici di Refinitiv presentano una maggiore dispersione rispetto a quelli di Bloomberg, che risultano più concentrati attorno ai valori centrali. Questo suggerisce che le due piattaforme utilizzano metodologie di calcolo differenti, con Bloomberg che adotta criteri di normalizzazione più stringenti, influenzando così la valutazione della sostenibilità aziendale. Il coefficiente di Pearson ha rivelato una correlazione debole (inferiore a 0.5) tra gli indici delle due piattaforme per tutte e quattro le componenti analizzate: ESG Score (tra 0.3341 e 0.3879), E Pillar (tra 0.1924 e 0.2837), S Pillar (tra 0.1480 e 0.1909) e G Pillar (tra 0.2523 e 0.3379). Tuttavia, una forte correlazione è emersa tra i punteggi degli stessi indici nel periodo 2020-2023, suggerendo che le metodologie di calcolo sono rimaste invariate negli ultimi anni. Il coefficiente ha poi dimostrato una correlazione tra gli indicatori di sostenibilità delle due piattaforme e il valore di mercato, evidenziando che sia gli indici di Refinitiv sia quelli di Bloomberg hanno un leggero impatto sul fattore finanziario, ma con intensità variabile. Questo significa che aziende con punteggi ESG più elevati tendono ad avere un valore di mercato maggiore. Tale correlazione è risultata più consistente per l'ESG Score rispetto ai singoli Pillar Score, indicando che una valutazione integrata delle componenti ambientali, sociali e di governance offre una rappresentazione più robusta del legame tra sostenibilità e performance finanziaria. Infine, i test di Kruskal-Wallis e

Dunn-Sidak hanno verificato l'esistenza di differenze significative in termini di valore di mercato delle aziende campione in base alla loro regione di provenienza, evidenziando una forte disparità tra i gruppi "America" e "Altri" e una posizione intermedia per il gruppo "Europa". La ricerca ha dimostrato che, nonostante le differenze metodologiche tra Refinitiv e Bloomberg, entrambi gli indici ESG sono rilevanti per gli investitori. Le aziende che eccellono in sostenibilità tendono ad essere premiate con un valore di mercato più elevato, soprattutto in contesti dove le normative ESG sono maggiormente implementate, sottolineando l'importanza di adottare pratiche di sostenibilità solide per migliorare la performance finanziaria e attrarre investitori attenti agli aspetti ESG.

Nonostante l'approfondita analisi condotta, la ricerca presenta alcuni limiti. In primo luogo, la selezione del campione è stata circoscritta alle sole aziende leader di sostenibilità secondo l'indice MSCI ESG World Leaders, introducendo un possibile bias nella rappresentatività del campione ed escludendo organizzazioni con performance finanziarie e di sostenibilità differenti. Inoltre, la mancanza di dati completi ha ridotto il campione da 500 a 407 imprese, potenzialmente influenzando i risultati dell'analisi. Altri limiti significativi sono rappresentati dalla natura quantitativa della metodologia adottata; infatti, sebbene i metodi statistici utilizzati abbiano permesso l'identificazione di correlazioni, non sono in grado di spiegare le cause sottostanti alle differenze, e dal fatto che le uniche variabili considerate nella correlazione con il valore di mercato sono quelle ESG. Studi futuri potrebbero beneficiare di un approccio qualitativo complementare per esplorare in modo più approfondito le motivazioni dietro le diverse metodologie di valutazione ESG utilizzate da Refinitiv e Bloomberg e per individuare altre variabili capaci di influenzare significativamente il valore di mercato. Infine, l'analisi si è concentrata su un periodo temporale limitato (2020-2023), il che potrebbe non riflettere pienamente le tendenze a lungo termine nell'evoluzione



degli indici ESG e nel loro impatto sul valore di mercato delle aziende. Future ricerche potrebbero estendere l'analisi a periodi più lunghi per ottenere una visione più completa.

In conclusione, nonostante questi limiti, la ricerca fornisce importanti indicazioni circa le differenze tra i principali provider di indicatori ESG e sull'impatto che queste hanno sulle performance finanziarie delle organizzazioni. Questi risultati possono informare sia gli investitori sia le aziende sulle migliori pratiche di rendicontazione e sulle implicazioni delle loro scelte in materia di sostenibilità.

## RIFERIMENTI

- AccountAbility, I. o. (2002). AA1000S standard per la verifica esterna.
- Accountancy Europe. (2018, ottobre 22). *Strengthening Assurance for Non-financial Information*. Tratto da IFAC: <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/discussion/strengthening-assurance-non-financial-information>
- Accountancy Europe. (2020). *Member State Implementation*.
- Amelio, F., & Palumbo, M. (2021). *Da Non-Financial Reporting a*. Tratto da Deloitte: <https://www2.deloitte.com/>
- APLANET. (2022, marzo 17). Tratto da <https://aplanet.org/it/risorse/come-si-effettua-unanalisi-di-materialita/#:~:text=Cos%27è%20un%27analisi%20di,impatto%20nel%20mo dello%20di%20business>.
- APLANET. (2024, marzo 6). *ESG regolazione, reporting, sostenibilità*. Tratto da ESRS: Gli Standard di Rendicontazione della Sostenibilità dell'UE e la loro applicazione: <https://aplanet.org/it/risorse/esrs/#:~:text=Quali%20aziende%20sono%20interessate%20dagli%20ESRS&text=Le%20disposizioni%20del%20CSRD%20si, oltre%2020%20milioni%20di%20euro>.
- APLANET. (2024, febbraio 5). *SASB: tutto quello che c'è da sapere sugli standard di sostenibilità*. Tratto da APLANET: <https://aplanet.org/it/risorse/sasb/#:~:text=Il%20SASB%2C%20o%20Sustainability%20Accounting,standard%20di%20rendicontazione%20della%20sostenibilit%C3%A0>.
- Assonime. (2023, marzo 10). *Assonime*. Tratto da Forum report di sostenibilità: <https://mail.google.com/mail/u/1/#inbox/FMfcgzGxSIVHLNGDhnTxLvZQLbXNBgSM?projector=1&messagePartId=0.1>
- Barreca, B. M. (2023, ottobre 10). *Standard ESRS, come adeguarsi: tutte le regole per le aziende*. Tratto da Agenda Digitale: <https://www.agendadigitale.eu/smart-city/standard-esrs-come-adeguarsi-tutte-le-regole-per-le-aziende/>
- Bauwhede, H. V., & Van Cauwenberge, P. (2022). Determinants and Value Relevance of Voluntary Assurance of Sustainability Reports in a Mandatory Reporting Context: Evidence from Europe. *Governance and Sustainability: Future Perspective for Business, Economy and Society*.
- Belcredi. (1993). *Economia dell'informazione societaria*. Torino: Utet Libreria.
- Bellini, M. (2021, ottobre 25). *ESG: che cos'è e perché sta influenzando economia,*

*finanza e il mondo agroalimentare*. Tratto da AGRIFOOD.TECH:  
<https://www.agrifood.tech/sostenibilita/esg-che-cose-e-perche-sta-influenzando-economia-e-finanza/>

Beretta, S. (2006). *No news bad news. Perché e come comunicare informazioni economico finanziarie sulla base volontaria*. EGEA.

Bisio, L. (2015). *Comunicazione aziendale di sostenibilità socio-ambientale*. Giappichelli.

Borsa Italiana. (2020). *L'informativa a carattere non finanziario*. Tratto da Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>

Bromberg, M. (2023, agosto 14). *Sustainability Accounting Standards Board (SASB): Definitions and Importance*. Tratto da Investopedia: <https://www.investopedia.com/sustainability-accounting-standards-board-7484327>

Carlini, O. (2023). *Analisi di materialità: che cos'è e cosa comporta?* Tratto da XClimate: <https://www.xclimate.net/blog/analisi-di-materialita/#:~:text=Differenza%20tra%20analisi%20di%20materialità%20e%20doppia%20materialità&text=L%27analisi%20di%20materialità%20si,esterni%20possano%20influenzare%20l%27organizzazione.>

Carlini, O. (2023). *Doppia Materialità: cos'è e perché è importante*. Tratto da XClimate: [https://www.xclimate.net/blog/doppia-materialita/#Cosa\\_si\\_intende\\_con\\_doppia\\_materialita](https://www.xclimate.net/blog/doppia-materialita/#Cosa_si_intende_con_doppia_materialita)

Caspar, Ward, K., Aguirre, N., & Clough, P. (s.d.). *Fare bene e fare del bene: Trade-off ESG negli investimenti*. Tratto da J.P. Morgan Asset Management: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/insights/portfolio-insights/lcma/2022/esg-in-markets.pdf>

Compliance, R. &. (2020). *LE SFIDE DELLA SOSTENIBILITÀ: IL GREEN DEAL E LA DIRETTIVA NFRD*. Tratto da Risk & Compliance: <https://www.riskcompliance.it/news/le-sfide-della-sostenibilita-il-green-deal-e-la-direttiva-nfrd/>

*Countries affected by mandatory ESG reporting*. (2023). Tratto da Worldfavor: <https://blog.worldfavor.com/countries-affected-by-mandatory-esg-reporting-here-is-the-list>

Cox, C. C. (2007, Marzo 23). *Speech by SEC Chairman: Closing Remarks to the Second Annual Corporate Governance Summit*. Tratto da <https://www.sec.gov/news/speech/2007/spch032307cc.htm>

- Creditsafe. (2023). *Il Bilancio di Sostenibilità e la Non-Financial Reporting Directive (NFRD)*. Tratto da Creditsafe: <https://www.creditsafe.com/it/it/blog/esg-e-sostenibilita/bilancio-di-sostenibilita-nfrd.html>
- Crippa, N. (2022, novembre 16). *Carbon Disclosure Project (CDP): di cosa si tratta e come funziona lo score CDP*. Tratto da Up2you: <https://www.u2y.io/blog/cdp-carbon-disclosure-project>
- D'Este, F. G. (2013). *Livelli di disclosure economico-finanziaria e scelte di integrated reporting nei gruppi a connotazione territoriale*. Università Cattolica del Sacro Cuore. Tratto da Aidea: [www.aidea2013.it](http://www.aidea2013.it)
- DiStefano. (1990). *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*. Milano: Giuffrè.
- Dorigatti, R. e. (2004). *La responsabilità sociale di impresa*. Milano: FrancoAngeli.
- ESG News. (2023, settembre 20). *La TNFD pubblica le raccomandazioni finali per la gestione e divulgazione dei rischi legati alla natura*. Tratto da ESG News: <https://esgnews.it/environmental/la-tnfd-pubblica-le-raccomandazioni-finali-per-la-gestione-e-divulgazione-dei-rischi-legati-alla-natura/>
- Europea, C. (s.d.). *Eco-Management and Audit Scheme (EMAS)*. Tratto da [https://green-business.ec.europa.eu/eco-management-and-audit-scheme-emas\\_en](https://green-business.ec.europa.eu/eco-management-and-audit-scheme-emas_en)
- Fasan, M. (2013). *Annual Reports, Sustainability Reports and Integrated Reports: Trends in Corporate Disclosure. Integrated Reporting*.
- Friedman, M. (1970, settembre 13). *A Friedman doctrine-- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. Tratto da The New York Times: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Gasperini, A., & Doni, F. (2015). Informazioni di carattere non finanziario: sostenibilità e value relevance. *Amministrazione e Finanza*, p. 11-21.
- GBS. (2001). *GBS (Gruppo Studio)*. Tratto da [www.bilanciosociale.it](http://www.bilanciosociale.it): <https://www.bilanciosociale.it/gbs.html>
- Giacosa, E. (2012). *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- GRI. (2023). *A Short Introduction to The GRI Standard*. Tratto da <https://www.globalreporting.org/media/wtafl4tw/a-short-introduction-to-the-gri-standards.pdf>
- GRI. (2023, gennaio 1). *Principi di rendicontazione 2021*. Tratto da [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

- Hales, J. (2019, novembre 21). *Sustainability Moves Mainstream*. Tratto da SASB: <https://slideplayer.com/slide/17719000/>
- Honggowati, S., Rahmawati, & Aryani, Y. Anni. (2015). Value relevance of financial and non-financial and non-financial information to investor decision. *GLOBAL BUSINESS & FINANCE REVIEW*.
- IBM. (2024, marzo 20). *Cos'è la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)?* Tratto da IBM: <https://www.ibm.com/it-it/topics/csr>
- ICAEW. (2024, gennaio 26). *Here are the world's TNFD early adopters*. Tratto da ICAEW: <https://www.icaew.com/technical/sustainability/climate-hub/global-tnfd-early-adopters-announced>
- Iemmolo, L. (2022, Febbraio 21). *CSRD: la direttiva che cambia gli standard per la sostenibilità*. Tratto da Polo Innovativo: <https://www.poloinnovativo.it/csr#csrd-cosa-cambia-rispetto-alla-nfrd>
- IIRC. (2013). *Il Framework <IR> internazionale*. Tratto da <https://integratedreporting.ifrs.org/>
- Initiative, G. R. (2024). *GRI*. Tratto da <https://www.globalreporting.org/about-gri/>
- Kinderman, D. P. (2013). Corporate Social Responsibility in the EU, 1993-2013: Institutional Ambiguity, Economic Crises, Business Legitimacy, and Bureaucratic Politics. *Journal of Common Market Studies*, 33.
- KPMG. (2016). *Carrots Sticks*.
- Manzi, C. (2022). *Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili di Roma*. Tratto da Assurance sul Reporting di Sostenibilità: [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)
- Marsiglia, B. (2023, gennaio 17). *Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma*. Tratto da La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD): [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)
- MDOTM. (2020). Tratto da <https://www.mdotm.ai/insights/esg-is-not-enough>
- Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica. (2021, maggio 19). *Carbon Disclosure Project (CDP)*. Tratto da Ministero dell'Ambiente e della Sicurezza Energetica: <https://www.mase.gov.it/pagina/carbon-disclosure-project-cdp>
- Mociardini, D. (2016). The 'Coalition of the Unlikely' Driving the EU Regulatory Process of Non-Financial Reporting. Pages 76-89.
- Moriani, A. (2022, Giugno 8). *I LIMITI E LE CRITICITÀ DELLE DICHIARAZIONI NON FINANZIARIE*. Tratto da Risk & Compliance Platform Europe: <https://www.riskcompliance.it/news/i-limiti-e-le-criticita-delle-dichiarazioni-non-finanziarie/>

- Nateri, L. (2018). *L'Evoluzione nel tempo degli Investimenti Responsabili*. Tratto da Global Thinning Foundation: <https://www.gltfoundation.com/newsletter-glt/evoluzione-nel-tempo-degli-investimenti-responsabili/>
- Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma. (2021, Aprile 21 ). *Assurance sul Reporting di Sostenibilità*. Tratto da ODCEC Roma: [www.odcec.roma.it](http://www.odcec.roma.it)
- P. Utting, J. M. (2009). *Corporate Social Responsibility and Regulatory Governance: Towards Inclusive Development?* Springer.
- Perrini, F. (2019). CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY. *TELOS*, p. 76.
- PWC. (2010). *Assurance delle*. Tratto da Pwc: <https://www.pwc.com/gx/en.html>
- PWC. (2018). *Direttiva UE 2014/95*. Tratto da <https://www.pwc.com/it/it/services/audit-assurance/assets/docs/direttiva-ue201495.pdf>
- Quagli. (2004). Milano: Franco Angeli.
- Quagli. (2004). *L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*. Milano: FrancoAngeli.
- Robeco. (2021). *Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*. Tratto da Robeco: <https://www.robeco.com/it-it/glossario/investimento-sostenibile/task-force-on-climate-related-financial-disclosures-tcfd>
- Savioli, S. (2023, maggio 19). *ESRS EUROPEAN SUSTAINABILITY REPORTING STANDARD: FINALITÀ, STRUTTURA E CARATTERISTICHE PRINCIPALI*. Tratto da Risk & Compliance Platform Europe: <https://www.riskcompliance.it/news/esrs-european-sustainability-reporting-standard-finalita-struttura-e-caratteristiche-principali/>
- Sayani, A. (2020). *Comparing Risk and Performance for Absolute and Relative ESG Scores*.
- Sica, S. S. (2011). NUOVI PARADIGMI DI RENDICONTAZIONE D'IMPRESA: IL REPORT INTEGRATO. In *ESPERIENZE D'IMPRESA*.
- Significato di ESG: Environmental, Social e Governance*. (2023, maggio 1). Tratto da ESG NEWS: <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/>
- Srl, E. A. (2023, dicembre 8). *ESG NEWS*. Tratto da <https://esgnews.it/governance/gri-standard-cosa-sono-e-novita-dal-2023/>
- Stillab. (2021). *Stillab*. Tratto da Analisi di materialità: <https://stillab.it/analisi-di-materialita/>

- Teodori, C., & Quagli, A. (2005). *L' informativa volontaria per settori di attività*. Milano: FrancoAngeli.
- Tettamanzi, P. (2023, novembre 13 ). *Standard ESRS settoriali: qual è l'iter di elaborazione da parte dell'EFRAG*. Tratto da IPSOA: <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/11/13/standard-esrs-settoriali-qual-iter-elaborazione-parte-efrag#:~:text=I%20requisiti%20di%20rendicontazione%20sulla,le%20relazioni%20pubblicate%20nel%202025>.
- Tettamanzi, P., & Murgolo, M. (2024, Gennaio 10). Tratto da Quotidiano Più: <https://www.quotidianopiu.it/dettaglio/10807571/rendicontazione-non-finanziaria-quali-sono-gli-obiettivi-della-direttiva>
- Thompson, E. K., Ashimwe, O., Buertey, S., & Kim, S.-Y. (2022). The value relevance of sustainability reporting: does assurance and the type of assurer matter? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
- Trogu, V. (2023, dicembre 5). *3Bee*. Tratto da Bilancio di sostenibilità: gli standard ESRS: <https://blog.3bee.com/bilancio-di-sostenibilita-gli-standard-esrs/>
- UNEP. (s.d.). *UNEP*. Tratto da UNEP: <https://www.unep.org/who-we-are/about-us>
- Veritas, B. (2023, agosto 9). *EUROPEAN SUSTAINABILITY REPORTING STANDARDS (ESRS): ADOTTATO IL REGOLAMENTO EUROPEO*. Tratto da Bureau Veritas: <https://www.bureauveritas.it/newsroom/european-sustainability-reporting-standards-esrs-adoptato-il-regolamento-europeo>
- Wikipedia. (2023, novembre 13). *Wikipedia*. Tratto da applicabili a tutte le organizzazioni
- Zanotti, L. (2022, febbraio 23). *Matrice di materialità: che cos'è, come si fa e perché l'analisi è così importante*. Tratto da ESG 360: <https://www.esg360.it/esg-world/matrice-di-materialita-cose-come-si-fa-importanza-analisi/>

## **APPENDICE A**

### **Bloomberg Materiality Score**

#### **ENVIRONMENTAL**

##### **Air Quality**

Air Emissions  
Air Emissions Policies

##### **Climate Exposure**

Transition Risk

##### **Ecological Impact**

Ecosystem Protection  
Environmental Fines  
Environmental Incidents

##### **Energy Management**

Energy Consumption  
Energy Target  
Renewable Energy Use

##### **Environmental Supply Chain Management**

Supplier Environmental Compliance  
Sustainable Sourcing

##### **GHG Emissions Management**

GHG Emissions  
GHG Emissions Policies  
GHG Regulation  
GHG Scope 3  
GHG Target

##### **Sustainable Finance**

Engagement  
ESG Integration  
Exclusions  
Financed Emissions  
Industry Exposure  
Market Initiatives  
Portfolio Climate Transition Risk  
Sustainable Lending & Underwriting

##### **Sustainable Product**

Alternative Drivetrain Technology  
Green Product  
Light Duty Vehicle Fuel Efficiency  
Passenger Vehicle Fuel Efficiency

##### **Waste Management**

Hazardous Waste Generation  
Hazardous Waste Recycling  
Waste Generation  
Waste Recycling

##### **Water Management**

Wastewater Management  
Water Use  
Water Use Policies  
Water Target



## **SOCIAL**

### **Access & Affordability**

Access & Affordability Policy  
Access & Affordability Practices

### **Community Rights & Relations**

Community & Human Rights  
Community Relations

### **Customer Welfare**

Customer Education & Well Being  
Customer Health & Safety

### **Data Security & Customer Privacy**

Data Privacy & Content Management  
Data Security

### **Ethics & Compliance**

Business Ethics  
Competitive Behavior  
Legal & Regulatory Management

### **Labor & Employment Practices**

Labor Actions  
Labor Management  
Organized Labor  
Training  
Workforce Diversity

### **Marketing & Labeling**

Marketing Practices  
Product Labeling

### **Occupational Health & Safety Management**

Fatalities  
Health & Safety Fines  
Health & Safety Policies  
Safety Incidents

### **Operational Risk Management**

Operational Incidents  
Operational Preparedness

### **Product Quality Management**

Product Quality & Safety

### **Social Supply Chain Management**

Supplier Social Compliance

Fonte: di Environmental, Social and Governance (ESG) Scores Methodology and  
Field Information, Settembre 2023, Bloomberg, pag.10/51