BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES

DISCLOSURE DI SOSTENIBILITÀ, CREAZIONE DI VALORE E GESTIONE DEI RISCHI ESG

Evidenze dal contesto europeo

a cura di

CHIARA MIO

G. Giappichelli Editore

27

Procedura per l'approvazione dei volumi in Collana e referaggio.

La pubblicazione di una monografia nella Collana è subordinata al verificarsi di due circostanze:

a) accettazione della proposta editoriale presentata dall'autore/i secondo il formato definitivo dalla collana;
b) ottenimento di un giudizio positivo sul volume da parte di due revisori anonimi.

La proposta editoriale segue questo iter:

– la proposta viene inviata all'Editor in Chief attraverso la casella di posta elettronica csr.ba.management@unito.it (con richiesta di ricevuta) nel format previsto per la collana dall'Editore;
– valutazione da parte dell'Editor della proposta/manoscritto il quale decide del rigetto o dell'invio al referaggio; nel processo di valutazione si può avvalere del supporto del Comitato Scientifico;
– le proposte che ottengono un giudizio positivo sono senz'altro accettate;
– le proposte che ottengono un giudizio non pienamente positivo sono rivalutate dall'Editor avvalendosi del Comitato Scientifico per formulare il giudizio definitivo.

All'accettazione della proposta editoriale segue il referaggio del volume.
Il referaggio è condotto da due revisori (referee). Questi possono essere scelti nell'ambito del Comitato Scientifico, ma anche al di fuori di esso, fra accademici che possiedano competenze adeguate sui temi trattati nella monografia inseriti nell'elenco dei referee.
I revisori sono scelti dall'Editor. I revisori non devono conoscere il nome dell'autore del volume oggetto di valutazione. L'Editor contatta i revisori individuati e invia loro, attraverso la casa editrice, il volume debitamente reso anonimo.
I revisori formulano il loro giudizio entro due mesi dal ricevimento del volume. Il giudizio è articolato secondo i punti contenuti in una scheda di referaggio appositamente redatta.
Il giudizio viene inviato all'Editor. Se, per entrambi i revisori, il giudizio è positivo e senza suggerimenti di revisione, il volume viene passato direttamente alla stampa. Se uno o entrambi i revisori propongono correzioni, l'Editor, inoltra i suggerimenti all'autore perché riveda il suo lavoro. Il lavoro corretto viene nuovamente inviato all'Editor che lo sottopone a una seconda revisione da svolgersi entro il termine massimo di un mese. In caso di giudizi contrastanti, l'Editor decide se acquisire un terzo parere, stampare comunque il volume o rifiutarlo.

Advisory Board

Presieduto dalla Prof.ssa Francesca Culasso
Prof. Paolo Andrei (Università di Parma)
Prof. Nunzio Angiola (Università di Foggia)
Prof. Luigi Brusa (Università di Torino)
Prof. Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna Pisa)
Prof. Luciano D'Amico (Università di Teramo)
Prof. Roberto Di Pietra (Università di Siena)
Prof. Francesco Giunta (Università di Firenze)
Prof. Giorgio Invernizzi (Università Bocconi)
Prof. Alessandro Lai (Università di Verona)
Prof. Luciano Marchi (Università di Pisa)
Prof. Libero Mario Mari (Università di Perugia)
Prof. Andrea Melis (Università di Cagliari)
Prof. Luigi Puddu (Università di Torino)
Prof. Alberto Quagli (Università di Genova)
Prof. Ugo Sostero (Università di Venezia Ca' Foscari)

DISCLOSURE DI SOSTENIBILITÀ, CREAZIONE DI VALORE E GESTIONE DEI RISCHI ESG

Evidenze dal contesto europeo

a cura di

CHIARA MIO

IUSTITIAM COLIMUS

G. Giappichelli Editore

Copyright 2025 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111
http://www.giappichelli.it

ISBN/EAN 979-12-211-1550-5
ISBN/EAN 979-12-211-6418-3 (ebook)

Editor in Chief
Prof.ssa Donatella Busso

Comitato Scientifico
Prof. Marco Allegrini (Università di Pisa)
Prof. Paolo Pietro Biancone (Università di Torino)
Prof. Paolo Ricci (Università Federico II di Napoli)
Prof. Pier Luigi Marchini (Università di Parma)
Prof.ssa Katia Corsi (Università di Sassari)

Studio condotto nell'ambito del Progetto "Fostering sustainability mindset: How non-financial disclosure and corporate risk assessment may drive ESG value creation" prot. nr. 2022CTBNRN finanziato dall'Unione Europea – Next-GenerationEU - PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA (PNRR) – MISSIONE 4 COMPONENTE 2, INVESTIMENTO 1.1 Fondo per il Programma Nazionale di Ricerca e Progetti di Rilevante Interesse Nazionale (PRIN) – CUP N. H53D23002380006. I punti di vista e le opinioni espresse sono tuttavia solo quelli degli autori e non riflettono necessariamente quelli dell'Unione europea o della Commissione europea. Né l'Unione Europea né la Commissione Europea possono essere ritenute responsabili per essi.

Opera distribuita con Licenza Creative Commons
Attribuzione – non commerciale – Non opere derivate 4.0 Internazionale

Stampa: LegoDigit s.r.l. - Lavis (TN)

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

Al prof. Valter Cantino,
... anche questo traguardo, raggiunto a quasi tre anni dalla scomparsa,
è il frutto della Sua visione lungimirante
e della straordinaria voglia di lavorare in squadra.

Indice

pag.

Considerazioni introduttive e inquadramento del lavoro 1

1.
La qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità nei bilanci delle aziende europee

1.1. Introduzione 7
1.2. L'evoluzione della normativa europea e degli *standard* di rendicontazione in ambito di informativa di sostenibilità 8
1.2.1. L'evoluzione normativa in tema di attività economiche sostenibili 9
1.2.2. L'evoluzione normativa in tema di rendicontazione sulla sostenibilità 11
1.2.3. I principali *standard* di rendicontazione sull'informativa di sostenibilità 13
1.3. Analisi sistematica della letteratura accademica sulla *disclosure* di sostenibilità 14
1.3.1. L'evoluzione temporale e metodologica della qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità 16
1.3.2. Le teorie sulla *disclosure* di sostenibilità 18
1.3.3. Le caratteristiche e le misure della qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità 20
1.3.4. Le determinanti e gli effetti della qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità 22
1.4. Il *framework* concettuale sulla qualità dell'informativa di sostenibilità 24
1.5. Analisi della qualità della *disclosure* su un campione di società quotate europee 28
1.5.1. Definizione del campione 28
1.5.2. Raccolta dei dati e definizione delle variabili 31

1.5.2.1. Costruzione dell'indice di qualità dell'informativa di sostenibilità 31
1.5.2.2. *Performance* ESG 39
1.5.2.3. Variabili di controllo 40
1.5.3. Modello di regressione 43
1.5.4. Statistiche descrittive sulla qualità della *disclosure* di sostenibilità e sulla *performance* ESG 44
1.5.5. La relazione tra la qualità della *disclosure* di sostenibilità e le *performance* ESG 52
1.6. Conclusioni 54

2.
Informativa finanziaria e informativa ESG in bilancio: connessione e comportamenti opportunistici

2.1. Introduzione 57
2.2. La *connectivity* tra informativa finanziaria e informativa ESG 58
2.2.1. La nozione di *connectivity* e la sua rilevanza nel quadro regolamentare 58
2.2.2. Connessione in bilancio tra informativa finanziaria e informativa ESG: alcune evidenze empiriche 62
2.3. Il ricorso a strategie di *impression management* in bilancio 74
2.3.1. L'*impression management* nelle lettere agli azionisti 75
2.3.2. Un'analisi empirica 79
2.4. Le politiche di *earnings management* di tipo contabile e reale 86
2.4.1. L'*accrual-based earnings management* 86
2.4.2. Le pratiche di *real earnings management* 90
2.4.3. Un'analisi empirica 93
2.5. Una visione d'insieme 102

3.
Reportistica ESG e processi di creazione del valore

3.1. Introduzione 109
3.2. La rendicontazione ESG tra esigenze di trasparenza e legittimazione 112
3.3. Rendicontazione ESG e creazione di valore 115
3.4. Una comunicazione integrata basata sul modello di business 118
3.5. Analisi del livello di integrazione degli aspetti ESG nei processi di creazione del valore delle imprese europee 121

3.5.1. Definizione del campione 121
3.5.2. Misurare il livello di integrazione: *value driver* e indicatori di prestazione basati sulla sostenibilità 122
3.5.3. La comunicazione dei *driver* del valore relativi agli aspetti ambientali e sociali 128
3.5.4. Analisi degli indicatori relativi ai temi ambientali e sociali 136
3.5.5. Analisi del posizionamento dei KPI relativi ai temi ESG 141
3.6. Conclusioni 144

4.
La comunicazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* nei bilanci delle aziende europee

4.1. Introduzione 147
4.2. La comunicazione dei rischi ESG: un'analisi sistematica della letteratura accademica 149
4.2.1. Revisione della letteratura e discussione dei risultati 153
4.2.1.1. Divulgazione dei rischi non finanziari: il legame tra "*framework*", regolamentazioni e pratiche di rendicontazione 153
4.2.1.2. I fattori determinanti della divulgazione dei rischi aziendali 156
4.2.1.3. Le sfide attuali e le linee di ricerca emergenti in tema di divulgazione dei rischi non finanziari 160
4.3. Il governo e la gestione dei rischi ESG 161
4.3.1. Identificazione dei rischi ESG 162
4.3.2. Prioritizzazione dei rischi ESG 165
4.3.3. ESG *risk governance* 167
4.4. La comunicazione e la tassonomia dei rischi ESG nella rendicontazione di sostenibilità: un'analisi comparata dei diversi standard 170
4.5. Gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG 178
4.5.1. La metodologia della ricerca 179
4.5.2. Il campione 181
4.5.3. Le evidenze empiriche 183
4.6. Conclusioni 191

Considerazioni conclusive 195

Bibliografia 201

Studio condotto nell'ambito del Progetto "*Fostering sustainability mindset: How non-financial disclosure and corporate risk assessment may drive ESG value creation*" prot. nr. 2022CTBNRN finanziato dall'Unione Europea – Next-GenerationEU – PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA (PNRR) – MISSIONE 4 COMPONENTE 2, INVESTIMENTO 1.1 Fondo per il Programma Nazionale di Ricerca e Progetti di Rilevante Interesse Nazionale (PRIN) – CUP N. H53D23002380006. I punti di vista e le opinioni espresse sono tuttavia solo quelli degli autori e non riflettono necessariamente quelli dell'Unione europea o della Commissione europea. Né l'Unione Europea né la Commissione Europea possono essere ritenute responsabili per essi.

Considerazioni introduttive e inquadramento del lavoro

Le crescenti istanze [1] legate allo sviluppo sostenibile hanno determinato, negli ultimi anni, una forte pressione sulle imprese a livello globale, spingendole a consolidare relazioni improntate alla fiducia e alla trasparenza con i propri *stakeholder*. Al riguardo, la tradizionale rendicontazione economico-finanziaria non si presta a garantire una piena *accountability*, poiché per sua natura non considera l'effetto esercitato dall'attività economica svolta dalle imprese sulle questioni ambientali e sociali. Inoltre, la trasparenza dei report finanziari può essere compromessa da pratiche di *impression* ed *earnings management* [2]. Ciò ha portato gradualmente allo sviluppo di nuove forme di *reporting* non-finanziario, come il bilancio di sostenibilità e l'*integrated reporting*.

In questo contesto, le iniziative dell'Unione Europea hanno rappresentato un driver primario di cambiamento. In particolare, la Commissione Europea ha promosso il *reporting* non-finanziario a partire dalla Direttiva 2014/95/UE (NFRD) secondo la quale "le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività" (Art. 1). La *disclosure* richiesta alle imprese in questi ambiti riguardava, in particolare, il modello di business adottato, le *policy* adottate in materia (tra cui anche i modelli di *due*

[1] Le considerazioni introduttive e l'inquadramento del lavoro sono frutto del lavoro congiunto di Laura Bini, Donatella Busso, Chiara Mio e Alberto Quagli.

[2] Merkl-Davies, D.M., Brennan, N.M., & McLeay, S.J. (2011), "Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), pp. 315-344; Quagli, A., Avallone, F., Ramassa, P., & Di Fabio, C. (2021), "Someone else's problem? The IFRS enforcement field in Europe", in *Accounting and Business Research*, 51(3), pp. 246-270.

diligence), i risultati di queste, i profili di gestione del rischio, e gli indicatori fondamentali di prestazione rilevanti per il tipo di business.

Nel dicembre 2022, la NFRD è stata sostituita dalla Direttiva 2022/2464, *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), la quale, approvata nell'ambito delle iniziative del *Green Deal* europeo, ha inteso migliorare l'informativa di sostenibilità, accrescendone la trasparenza e perseguendo il fine della comparabilità delle informazioni tra imprese. La CSRD ha introdotto una serie di variazioni significative rispetto alla NFRD, tra i quali l'estensione del perimetro delle imprese assoggettate all'obbligo di redazione dell'informativa di sostenibilità, l'obbligo di certificazione delle informazioni di sostenibilità da parte di un revisore esterno, l'utilizzo di specifici standard di rendicontazione (gli *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS, predisposti dall'EFRAG), l'obbligo di pubblicare le informazioni di sostenibilità nella Relazione sulla Gestione e non in un documento separato. Inoltre, la CSRD ha adottato la prospettiva della doppia materialità, la quale prevede che le imprese comunichino informazioni relative sia al modo in cui le questioni di sostenibilità incidono sull'impresa (prospettiva "*outside-in*" o "*financial materiality*"), sia all'impatto delle attività dell'impresa sulle questioni di sostenibilità (prospettiva "inside out" o "*impact materiality*"). A sua volta, la CSRD è stata di recente oggetto di una proposta di modifica (il cosiddetto "pacchetto omnibus" del febbraio 2025), al fine di semplificare l'applicazione della CSRD e di altre norme UE in materia di rendicontazione di sostenibilità.

In ogni caso, con la NFRD le informazioni di sostenibilità sono entrate per la prima volta a far parte di un modello obbligatorio di rendicontazione [3], con l'obiettivo di fornire informazioni materiali [4] e dati adeguati a soddisfare le esigenze informative degli *stakeholder* [5]. Le imprese hanno affrontato questo cambiamento integrando gli obiettivi di sostenibilità nell'assetto istituzionale e nelle combinazioni economiche, configurando strutture organizzative e di governance aziendale, implementando adeguati processi di *reporting*, misurando le *performance* non economico-finanziarie oltre a quelle economico-finanziarie, al fine di gestire i principali rischi aziendali, anche connessi a questioni di sostenibilità [6].

---

[3] Fiechter, P., Hitz, J.M., & Lehmann, N. (2022), "Real effects of a widespread CSR reporting mandate: Evidence from the European Union's CSR Directive", in *Journal of Accounting Research*, 60(4), pp. 1499-1549.

[4] Grewal, J., Riedl, E.J., & Serafeim, G. (2019), "Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure", in *Management Science*, 65(7), pp. 3061-3084.

[5] Bernow, S., Godsall, J., Klempner, B., & Merten, C. (2019), *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*. McKinsey and Company.

[6] Devalle, A., Gromis di Trana, M., Fiandrino, S., & Vrontis, D. (2021), "Integrated thinking rolls! Stakeholder engagement actions translate integrated thinking into practice", in *Meditari Accountancy Research*, 29(4), pp. 943-965.

Inoltre, le *disclosure* non finanziarie mostrano spesso come le aziende colleghino il proprio modello di business (BM) alle questioni di sostenibilità [7]. Il modello di business è divenuto così uno strumento fondamentale per comunicare la rilevanza e la materialità delle informazioni di sostenibilità [8].

Dall'emanazione della NFRD, e successivamente all'applicazione da parte degli Stati membri dell'UE, la letteratura economico-aziendale si è concentrata sulle conseguenze in termini di qualità del *reporting* non-finanziario [9], sull'efficacia della Direttiva in termini del principio "*comply-or-explain*" e sui determinanti dei livelli di informazioni di sostenibilità prima e dopo la NFRD [10]. Tuttavia, alcuni studi hanno evidenziato conseguenze non previste dall'applicazione della Direttiva, in particolare la discrezionalità lasciata alle imprese nella preparazione e nella *disclosure* delle informazioni [11], problema che potrebbe essere superato tramite un'inclusione sostanziale delle questioni di sostenibilità nei processi di gestione e rendicontazione dei rischi.

Sulla base di queste premesse, questo volume si propone di presentare quanto emerso dal progetto di ricerca intitolato "*Fostering sustainability mindset: how non-financial disclosure and corporate risk assessment may drive ESG value-creation*" finanziato dal MIUR nell'ambito del PRIN 2022, e condotto da ricercatori appartenenti alle Università Ca' Foscari Venezia, di Firenze, Genova e Torino.

In particolare, il volume include aspetti teorici e analisi empiriche quali esito delle attività di ricerca svolte per la realizzazione del progetto, e si articola in quattro capitoli tra loro complementari, ciascuno dei quali affronta un diverso profilo inerente alla rendicontazione di sostenibilità nelle imprese europee.

---

[7] Bini, L., Bellucci, M., & Giunta, F. (2016), "Put your money where your mouth is: the difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", in *Financial Reporting*, 2/2016, pp. 5-31.

[8] Bini, L., & Bellucci, M. (2020), *Integrated Sustainability Reporting Linking Environmental and Social Information to Value Creation Processes*, Springer Cham.

[9] Busso, D., Fiandrino, S., Devalle, A., & Cantino, V. (2019), "The level of compliance with the Italian Legislative Decree No. 254/2016 and its determinants: Insights from Italy", in *Financial Reporting*, 1/2019, pp. 113-143; Mio, C., Fasan, M., Marcon, C., & Panfilo, S. (2021), "Carrot or stick? An empirical analysis of the different implementation strategies of the EU directive on nonfinancial information across Europe", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), pp. 1591-1605.

[10] Mio, C., Fasan, M., Marcon, C., & Panfilo, S. (2020), "The predictive ability of legitimacy and agency theory after the implementation of the EU directive on non-financial information", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), pp. 2465-2476.

[11] Simoni, L., Bini, L., & Bellucci, M. (2020), "Effects of social, environmental, and institutional factors on sustainability report assurance: evidence from European countries", in *Meditari Accountancy Research*, 28(6), pp. 1059-1087.

Complessivamente, il volume intende offrire un contributo al dibattito sulla trasparenza e l'efficacia della rendicontazione di sostenibilità e dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG), con l'obiettivo di supportare studiosi, imprese e policymaker nella comprensione dei processi che legano la *disclosure* di sostenibilità alla creazione di valore sostenibile.

Il primo capitolo approfondisce il concetto di qualità della *disclosure* di sostenibilità, sia da un punto di vista concettuale che empirico, nel contesto della rendicontazione delle imprese europee.

In primo luogo, il capitolo presenta un'analisi sistematica della letteratura accademica, al fine di identificare i temi emergenti, le prospettive teoriche e le criticità ricorrenti nell'area di ricerca. La revisione della letteratura è stata condotta secondo un protocollo di selezione che ha permesso di identificare un campione finale di 145 articoli scientifici pubblicati sulle principali riviste accademiche internazionali di *business administration* e *accounting*.

La qualità della *disclosure* di sostenibilità è stata quindi analizzata secondo un *framework* concettuale basato sulla letteratura e sulla normativa vigente, con particolare riferimento allo standard ESRS 1. Il *framework* ricomprende cinque dimensioni costitutive della qualità della *disclosure*: rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e comprensibilità. Sulla base del framework è stato quindi costruito uno *score* per valutare la qualità della *disclosure* sull'informativa di sostenibilità. Lo *score* è stato elaborato per mezzo di una *content analysis* qualitativa, condotta sia manualmente sia con il supporto del software NVivo 14, sui bilanci annui di un campione di 245 imprese di diversi settori incluse nell'indice STOXX Europe 600, considerando i dati relativi agli anni 2022 e 2023 (490 osservazioni). Quindi, attraverso un'analisi di regressione multivariata con dati panel a effetti fissi è stata studiata la relazione tra la qualità della *disclosure* e le *performance* di sostenibilità. Queste ultime sono state tratte dal database LSEG Data & Analytics.

Il secondo capitolo prende in esame le connessioni tra l'informativa di sostenibilità obbligatoria per le imprese europee e l'informativa di bilancio, relazione ritenuta fondamentale dalle stesse norme europee sopra richiamate. Con la CSRD, come detto, l'informativa di sostenibilità, trovando collocazione nella Relazione sulla Gestione, diviene parte integrante del documento di bilancio. Appare pertanto significativa la richiesta di connettività tra le informazioni di sostenibilità e i dati contabili contenuti nei prospetti di bilancio, sulla base del principio della doppia materialità. Il capitolo presenta in primo luogo un'analisi esplorativa del grado di connettività dei due suddetti set informativi sulla base dei bilanci 2023 delle prime 20 imprese dell'indice Stoxx Europe 600. Da un punto di vista metodologico, l'analisi si è avvalsa di una *content analysis* manuale.

Di seguito, il capitolo include un'analisi empirica condotta al fine di valutare se l'atteggiamento opportunistico basato su tecniche di *impression management* e *earnings management* da parte delle imprese trovi riflesso nella *disclosure* e nelle misure di *performance* di sostenibilità. Quest'analisi muove dall'ipotesi che le logiche e l'atteggiamento che il *management* assume nei confronti dell'informativa del bilancio caratterizzino anche l'informativa di sostenibilità. L'analisi empirica è stata sviluppata sui bilanci 2023 di un campione di 253 imprese europee di settori non-finanziari tra le prime 300 medesimo indice STOXX Europe 600. In particolare, essa si è concentrata sull'*impression management* nelle lettere agli azionisti e sull'*earnings management* di tipo *accrual* e *real* nei dati di bilancio, attraverso l'uso di misurazioni e analisi quantitative dei fenomeni consolidate in letteratura.

Il terzo capitolo propone una possibile chiave di lettura per distinguere una rendicontazione di sostenibilità di qualità da una rendicontazione meramente retorica nell'ottica del livello di integrazione delle informazioni relative alla gestione degli impatti ambientali e sociali e il processo di creazione del valore dell'impresa attraverso il modello di business. Il capitolo fornisce inizialmente un inquadramento teorico inerente alla regolamentazione della rendicontazione di sostenibilità, secondo le principali evidenze presenti nella letteratura accademica. Quindi, si sofferma sul ruolo della sostenibilità nella creazione di valore e sull'importanza di una rendicontazione integrata che colleghi le pratiche di sostenibilità al modello di business aziendale, ove quest'ultimo è inquadrabile come lo strumento concettuale che consente di rappresentare e comunicare la creazione di valore aziendale, sia in termini economico-finanziari sia in ottica di sostenibilità.

Il capitolo presenta poi un'analisi empirica volta a illustrare il livello di integrazione della comunicazione di sostenibilità rispetto ai processi di creazione del valore. L'analisi si focalizza su un campione di 240 imprese tratte dall'indice STOXX Europe 600, esaminando due aspetti chiave della comunicazione, quali la descrizione del modello di business e gli indicatori di *performance* (KPI) relativi ai temi ambientali e sociali. Attraverso una *content analysis* manuale sui bilanci, sono stati raccolti dati sui *value driver* riconducibili a temi ambientali e sociali riportati dalle imprese nella descrizione del loro modello di business e sui KPI legati ai medesimi aspetti sociali e ambientali, allo scopo di esplorare la relazione tra i *value driver* e l'informativa fornita attraverso i KPI.

Infine, il quarto capitolo affronta il tema della comunicazione dei rischi ESG nei bilanci delle imprese, secondo diverse prospettive tra loro integrate. In primis, il capitolo riporta i risultati di una revisione sistematica della letteratura accademica sull'argomento, discutendone i principali risultati in base ai filoni di ricerca emersi. La metodologia di ricerca bibliografica ha permesso di

selezionare 144 articoli pubblicati sulle principali riviste afferenti all'area tematica *business*, *management* e *accounting*. Poi, sulla base della letteratura accademica e delle best practice professionali, il capitolo approfondisce le modalità di gestione e governo dei rischi ESG, focalizzandosi sulle diverse fasi del processo, e offre un'analisi comparata dei principali standard di rendicontazione (GRI, IFRS, SASB, TCFD, ESRS) in riferimento alla valutazione, rendicontazione e comunicazione dei rischi ESG.

Infine, il capitolo presenta i risultati di un'analisi empirica volta a studiare gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG, con l'obiettivo di esaminare e valutare l'evoluzione nel tempo delle pratiche di rendicontazione su tali rischi adottate da un campione di imprese europee sottoposte alla Direttiva. L'analisi è stata condotta attraverso una *quantitative content analysis* applicata ai bilanci degli esercizi 2016, 2017, 2019 e 2023 di un campione di 243 imprese (complessivamente, 957 bilanci) di diversi settori incluse nell'indice STOXX Europe 600. I dati sui rischi ESG ottenuti attraverso la *content analysis* sono stati poi elaborati in modo da fare emergere i cambiamenti nella disclosure, nell'arco temporale considerato, secondo le diverse categorie di rischio definite coerentemente con la NFRD.

1.
La qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità nei bilanci delle aziende europee

1.1. Introduzione

La rendicontazione di sostenibilità [1], [2] si sta affermando come elemento essenziale della comunicazione aziendale, complementare alla rendicontazione finanziaria. Il quadro normativo europeo sta svolgendo un ruolo cruciale nel promuovere lo sviluppo sostenibile, introducendo una serie di leggi e regolamenti che guidano le aziende verso la rendicontazione delle pratiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG – *environmental, social and governance*).

In questo contesto, la letteratura accademica ha analizzato l'impegno delle aziende in materia, esaminando non solo come queste comunicano i temi legati alla sostenibilità, ma anche i risultati concreti che ne derivano, in particolare in termini di *performance* ESG, valutando così l'efficacia delle politiche normative e la loro capacità di guidare un cambiamento sostanziale verso pratiche aziendali più sostenibili. Le ricerche accademiche hanno esplorato diversi aspetti della *disclosure*, indagando cosa viene riportato e in che misura. Inizialmente, gran parte delle ricerche si è focalizzata principalmente sul volume e sulla tipologia delle divulgazioni per determinare la qualità della rendicontazione

[1] Sebbene il presente capitolo sia frutto di un lavoro congiunto dell'unità di ricerca dell'Università di Torino, i paragrafi seguenti possono essere attribuiti ai singoli autori come segue: 1.1. Introduzione: *Donatella Busso, Alain Devalle, Maurizio Cisi, Fabio Rizzato, Melchior Gromis di Trana, Simona Fiandrino, Alberto Tonelli, Giorgia La Barbera*; 1.2. L'evoluzione della normativa europea e degli standard di rendicontazione in ambito di informativa di sostenibilità: *Fabio Rizzato*; 1.3. Analisi sistematica della letteratura accademica sulla *disclosure* di sostenibilità: *Simona Fiandrino*; 1.4. Il *framework* concettuale sulla qualità dell'informativa di sostenibilità: *Melchior Gromis di Trana*; 1.5. Analisi della qualità della *disclosure* su un campione di società quotate europee: *Alberto Tonelli, Giorgia La Barbera*; 1.6. Conclusioni: *Simona Fiandrino, Alberto Tonelli, Giorgia La Barbera*.

[2] Nel presente capitolo, il termine informativa di sostenibilità viene adottato in linea con quanto previsto dalla CSRD, la quale sostituisce l'espressione informativa non finanziaria, utilizzata nella precedente direttiva NFRD, con sostenibilità. Questa scelta terminologica riflette l'intento del legislatore europeo di attribuire pari rilevanza alle informazioni di sostenibilità e a quelle finanziarie.

di sostenibilità. Successivamente, l'analisi si è estesa allo stile del contenuto nei *report* annuali, includendo l'uso di grafici, immagini e parti narrative. Questi elementi hanno permesso di valutare non solo la quantità ma anche la leggibilità della rendicontazione. Infatti, a riguardo, diversi accademici sostengono che quantità e qualità non coincidono necessariamente. Inoltre, la qualità dell'informativa di sostenibilità è una nozione intrinsecamente soggettiva e fortemente dipendente dal contesto di analisi, il che rende problematica una valutazione robusta, affidabile e replicabile [3]. Questa soggettività alimenta l'acceso dibattito accademico, dato che diverse caratteristiche, tra cui la completezza, la rilevanza, l'accuratezza, l'accessibilità, tra le altre, contribuiscono a definire la qualità della *disclosure* di sostenibilità. Nonostante l'ampio dibattito sulle pratiche di divulgazione dell'informativa di sostenibilità, persiste una mancanza di consenso su come valutare effettivamente la qualità.

Sulla base di queste considerazioni, il presente studio esamina le caratteristiche e le metriche di valutazione tramite una revisione della letteratura, mappando così le diverse caratteristiche che formano il concetto di qualità. Successivamente, si analizza la qualità della *disclosure* di sostenibilità secondo i criteri di rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e accessibilità, attraverso lo sviluppo di uno *score*. Infine, si identifica il legame tra la qualità di tale *disclosure* e la *performance* ESG.

Il capitolo è strutturato come segue: nel paragrafo 1.2. si descrive il quadro normativo europeo e degli standard di rendicontazione in ambito di informativa di sostenibilità, il paragrafo 1.3 presenta la revisione della letteratura accademica sulla *disclosure* di sostenibilità, il paragrafo 1.4 descrive il *framework* concettuale relativo alla qualità della *disclosure*, il paragrafo 1.5 illustra il campione oggetto di indagine la metodologia di ricerca condotta nella costruzione dello *score* relativo alla qualità dell'informativa di sostenibilità e descrive i risultati anche in relazione alle *performance* ESG.

1.2. L'evoluzione della normativa europea e degli *standard* di rendicontazione in ambito di informativa di sostenibilità

L'evoluzione normativa più recente in tema di sostenibilità può essere suddivisa in due ambiti: da un lato si è assistito all'individuazione, alla classificazione e alla regolamentazione di tutte le attività economiche in grado di favorire

[3] Helfaya, A., & Whittington, M. (2019), "Does designing environmental sustainability disclosure quality measures make a difference?", in *Business Strategy and the Environment*, 28(4), pp. 525-541.

la transizione verso un'economia più sostenibile; dall'altro vi è stato un susseguirsi di regolamentazioni finalizzate a disciplinare la comunicazione sulla sostenibilità da parte delle imprese ai propri *stakeholder*.

Nell'ambito di questo articolato quadro normativo è opportuno annoverare due interventi normativi a livello europeo che hanno caratterizzato l'ultimo decennio: il Regolamento (UE) 2020/852 che con la sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 22 giugno 2020 mira a informare gli investitori in merito all'ecosostenibilità di un'attività economica, definendo criteri comuni a livello di Unione Europea; la Direttiva (UE) 2022/2464 (nota come *Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD) che ha modificato in modo sostanziale la Direttiva 2014/95/UE (nota come *Non Financial Reporting Directive* – NFRD) in tema di rendicontazione societaria sulla sostenibilità.

Recentemente, il 26 febbraio 2025, la Commissione europea ha presentato il pacchetto normativo *Omnibus I*, volto a semplificare gli obblighi normativi in materia di sostenibilità e a rafforzare la competitività delle imprese europee. Tra le misure principali figura la proposta di Direttiva "*Stop the clock*", che è stata approvata dal Parlamento europeo il 3 aprile 2025 e dal Consiglio dell'Unione Europea il 14 aprile 2025. Essa introduce il rinvio di due anni dell'entrata in vigore degli obblighi di rendicontazione della CSRD per le grandi imprese che non hanno ancora iniziato a rendicontare e per le PMI quotate, nonché il rinvio di un anno del recepimento e della prima attuazione della CSDDD. Le ulteriori proposte contenute nel pacchetto, tra cui la revisione delle soglie dimensionali per l'applicazione della CSRD, non sono ancora state approvate e saranno oggetto di negoziazione nei prossimi mesi nell'ambito del processo legislativo europeo.

Di seguito si analizza l'evoluzione e i caratteri distintivi delle due normative nel più ampio contesto dell'evoluzione in tema di sostenibilità.

1.2.1. *L'evoluzione normativa in tema di attività economiche sostenibili*

Nell'ambito dei più recenti temi della sostenibilità assume particolare rilevanza la Tassonomia. Introdotta a livello Europeo con l'emanazione del Regolamento 2020/852 (cd. Regolamento Tassonomia), la Tassonomia ha istituito un quadro finalizzato alla classificazione e all'individuazione delle attività economiche ecosostenibili poiché funzionali al raggiungimento dell'obiettivo di transizione verso un'economia a basso consumo di carbonio, con zero impatto climatico (*net-zero greenhouse gas emissions*) entro il 2050 e una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra rispetto al 1990 di almeno il 55% entro il 2030.

L'art. 3 del Regolamento Tassonomia prevede che un'attività economica è ecosostenibile se: contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o

più degli obiettivi ambientali [4] dichiarati all'interno del medesimo Regolamento senza al contempo arrecare un danno significativo a nessuno degli altri obiettivi ambientali; è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia; è conforme ai criteri di vaglio tecnico individuati dalla Commissione europea e previsti per ciascun singolo obiettivo ambientale. Il Regolamento 2020/852, oltre che delineare il concetto di attività economica ecosostenibile, richiede alle imprese obbligate [5] di comunicare il proprio impegno in tale ambito mediante una puntuale *disclosure* in merito all'ammissibilità e all'allineamento alla Tassonomia [6], comunicando la quota di fatturato (*turnover*) proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche ecosostenibili, la quota di spese in conto capitale (*Capex*) e la quota di spese operative (*Opex)* relative ad attività o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili [7]. Il Regolamento 2020/852 è stato successivamente declinato operativamente e integrato mediante il susseguirsi di una serie di Regolamenti delegati emanati dalle Commissioni autorizzate dal Parlamento europeo e dal Consiglio. In particolare, i Regolamenti delegati che si sono susseguiti nel corso degli anni hanno integrato il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio fissando inizialmente i criteri di vaglio tecnico per individuare le attività economiche che contribuiscono alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici [8]; hanno definiti il contenuto e la presentazione delle informazioni che le imprese obbligate devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili mediante la specificazione della metodologia per conformarsi a tale obbligo di informativa [9]; e, infine, hanno individuato i criteri di vaglio tecnico per identificare le attività economiche che contribuiscono agli altri obiettivi ambientali definitivi nel Regolamento Tassonomia [10]. Si tratta, in particolare, dell'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, della transizione verso un'economia circolare, della prevenzione e della

[4] Per obiettivi ambientali si intendono (Regolamento 2020/852, art. 9): a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un'economia circolare; la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

[5] Si tratta di tutte le organizzazioni soggette alla CSRD.

[6] Si parla, rispettivamente, di investimenti ammissibili (*eligible*) e investimenti allineati (*aligned*) al Regolamento Tassonomia.

[7] Regolamento 2020/852, art. 8.

[8] Regolamento delegato (UE) 2021/2139 della Commissione del 4 giugno 2021, successivamente integrato dal Regolamento delegato (UE) 2022/1214 della Commissione del 9 marzo 2022.

[9] Regolamento delegato (UE) 2021/2178 della Commissione del 6 luglio 2021, successivamente integrato dal Regolamento delegato (UE) 2022/1214 della Commissione del 9 marzo 2022.

[10] Regolamento delegato (UE) 2023/2486 della Commissione del 27 giugno 2023.

riduzione dell'inquinamento, e della protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Il quadro che si è venuto a creare rappresenta allo stato attuale un tassello fondamentale nel contesto normativo sulla sostenibilità poiché declina concretamente il tema mediante l'individuazione dei requisiti che deve possedere un'attività economica per essere considerata ecosostenibile.

1.2.2. *L'evoluzione normativa in tema di rendicontazione sulla sostenibilità*

La comunicazione economico-finanziaria non sempre è sufficiente a soddisfare le esigenze informative degli *stakeholder*, sempre più attenti agli aspetti legati alla sostenibilità in ambito ambientale, sociale e di *governance*. Il sempre maggiore interesse verso tali temi ha spinto il legislatore a livello europeo (prima) e a livello nazionale (poi), a intervenire attraverso l'aggiornamento di una serie di normative sull'informativa di sostenibilità.

Un punto di partenza in tema di rendicontazione sulla sostenibilità è rappresentato dall'emanazione della Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recepita nell'ordinamento nazionale attraverso il D.Lgs. 254/2016 che ha imposto l'obbligo a talune tipologie di imprese [11] di un'informativa di carattere non finanziario riguardante gli impatti ambientali, le problematiche di tipo sociale e riguardanti i dipendenti, il rispetto dei diritti umani e la corruzione e riciclaggio.

La Direttiva 2014/95/UE è stata sostituita dalla Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 (*CSRD*), recepita di recente in Italia attraverso il D.Lgs. 125/2024, pubblicato in Gazzetta ufficiale il 10 settembre 2024 ed entrato in vigore il 29 settembre del 2024.

La *CSRD* mira a superare alcune criticità della precedente Direttiva quali, ad esempio, la difficoltà di reperimento o di comparabilità delle informazioni di sostenibilità, le difficoltà di identificazione delle informazioni da comunicare in mancanza a causa dell'elevato numero di *standard* di rendicontazione presenti e, infine, un limitato numero di soggetti obbligati alla rendicontazione delle informazioni di sostenibilità. Per tale motivo, il testo finale della *CSRD*, così come pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e recepito nel contesto nazionale, ha introdotto specifiche novità.

---

[11] Si tratta di imprese che costituiscono enti di interesse pubblico qualora abbiano avuto, in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a cinquecento e, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei due seguenti limiti dimensionali: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro.

La prima riguarda il progressivo ampliamento dei soggetti obbligati alla rendicontazione sulla sostenibilità. Con la Direttiva (UE) 2022/2464, oltre agli Enti di interesse pubblico operanti all'interno dell'Unione Europea già obbligati dalla NFRD all'informativa non finanziaria, saranno obbligati alla rendicontazione sulla sostenibilità anche le piccole e medie imprese che sono enti di interesse pubblico e che rispettino determinate soglie dimensionali previste dalla Direttiva. Inoltre, la nuova Direttiva obbliga alla rendicontazione sulla sostenibilità anche gli enti non di interesse pubblico, purché siano imprese (o società madri di un gruppo) di grandi dimensioni. Infine, saranno obbligate alla rendicontazione sulla sostenibilità anche le imprese di Paesi terzi extra-UE, al superamento di determinate soglie dimensionali [12]. Si tratta pertanto di un notevole incremento del numero di soggetti obbligati alla rendicontazione sulla sostenibilità.

La seconda novità riguarda la richiesta di specifiche e dettagliate informazioni in tema di sostenibilità che devono essere comunicate nel rispetto di Principi obbligatori dell'Unione Europea in materia di informativa sulla sostenibilità. In particolare, tra le numerose richieste, le società impattate dalla CSRD devono rendicontare le informazioni di sostenibilità seguendo il principio della "doppia materialità", secondo il quale si indica sia l'impatto dei temi di sostenibilità sui risultati e sul posizionamento dell'impresa (*financial materiality* – prospettiva *outside-in*), sia l'impatto dell'impresa sulle principali questioni di sostenibilità (*impact materiality* – prospettiva *inside-out*) [13]. Per ciò che concerne i Principi di rendicontazione, invece, la Direttiva ha previsto che le informazioni di sostenibilità vengano comunicate utilizzando uno standard unico e obbligatorio a livello europeo, ossia gli ESRS – *European Sustainability Reporting Standard.* Si tratta di principi sviluppati dall'EFRAG, a cui la Commissione europea ha chiesto un parere tecnico in merito alla formulazione di uno standard europeo di rendicontazione sulla sostenibilità [14].

---

[12] Per una disamina completa e dettagliata dei soggetti obbligati alla rendicontazione sulla sostenibilità nel contesto nazionale si rimanda al D.Lgs. 125/2024. Si veda: Devalle, A., & Cisi, M. (2024), *La rendicontazione di sostenibilità nel bilancio delle imprese. Le informazioni ESG (Environmental, Social e Governance) tra principi GRI e ESRS,* Eutekne, Torino.

[13] Per maggiori approfondimenti sul principio della doppia materialità e sul contenuto della rendicontazione sulla sostenibilità si rimanda ai seguenti articoli: Baumüller, J., & Sopp, K. (2021), "Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 8-28; Dragomir, V.D., Dumitru, M., Chersan, I.C., Gorgan, C., & Păunescu, M. (2024), Double Materiality Disclosure as an Emerging Practice: The Assessment Process, Impacts, Risks, and Opportunities. *Accounting in Europe*, 1-38.

[14] Per approfondimenti si rimanda al paragrafo successivo.

Le ultime novità riguardano invece la collocazione dell'informativa sulla sostenibilità in una specifica sezione all'interno della Relazione sulla gestione (e non in un fascicolo separato) costituendo pertanto un *reporting* integrato, e l'obbligo di *assurance* delle informazioni sulla sostenibilità al fine di garantirne il contenuto.

1.2.3. *I principali* standard *di rendicontazione sull'informativa di sostenibilità*

Gli *standard* sono linee guida per regolare l'approccio che le società adottano in merito alle pratiche ESG e possono classificarsi a seconda dello scopo (di rendicontazione, di gestione e normativi), o a seconda dei temi ESG (generali e settoriali). Con l'aumento della consapevolezza e dell'attenzione verso la rendicontazione di sostenibilità da parte delle imprese, si è osservata una proliferazione degli standard in ambito di rendicontazione [15]. Tra gli standard sopra riportati assumono particolare importanza gli standard GRI che hanno rappresentato in modo indiscusso gli standard di riferimento per la redazione del report di sostenibilità fino all'emanazione della CSRD e degli ESRS, ossia gli standard di rendicontazione obbligatori per tutte le imprese obbligate alla rendicontazione sulla sostenibilità [16].

Gli standard GRI hanno costituiscono le best practice a livello globale per il *reporting* di sostenibilità perché sono quelli universalmente riconosciuti e che sono stati adottati dalle società che hanno redatto, in forma obbligatoria o volontaria, un report di sostenibilità fino all'entrata in vigore della CSRD. A tale riguardo, in Italia, a partire dal 2017, gli standard GRI sono stati utilizzati da tutte le società obbligate alla rendicontazione delle informazioni di sostenibilità e si evidenzia solo un residuale utilizzo di altri *framework* di rendicontazione in combinazione con i GRI [17].

Gli standard GRI hanno permesso (e permettono) alle organizzazioni di rendicontare gli impatti economici, ambientali e sociali delle loro attività in modo strutturato e trasparente per gli *stakeholder* e i soggetti interessati. Gli standard GRI definiscono un processo di *reporting* sulla sostenibilità per consentire alle

---

[15] Per approfondimenti sulla panoramica degli standard, si veda: Devalle A., & Cisi M. (2024), *cit.*

[16] Cfr par. 4.4 dove si propone un'analisi approfondita e comparata dei diversi standard con riferimento alla comunicazione e tassonomia dei rischi ESG nella rendicontazione di sostenibilità.

[17] Per approfondimenti, si veda: Busso, D., Fiandrino, S., Devalle, A., Cantino, V. (2019), "The level of compliance with the Italian Legislative Decree No. 254/2016 and its determinants: Insights from Italy", in *Financial Reporting*, 1/2019, pp. 113-143.

organizzazioni di fornire informazioni sul contributo positivo e/o negativo allo sviluppo sostenibile dell'organizzazione stessa.

A seguito della proposta di revisione della Direttiva 2014/95/UE (NFRD), la Commissione europea ha avanzato l'elaborazione di standard europei in materia di informativa sulla sostenibilità con il supporto del Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria (EFRAG) per favorire l'armonizzazione degli standard e per semplificare i processi di *reporting*. Nella formalizzazione degli *European Sustainability Reporting Standard* (ESRS), l'EFRAG non ha predisposto nuovi standard ex-novo, bensì ha stabilito accordi di cooperazione con altre istituzioni internazionali e ha scelto il GRI come primo "co-costruttore" degli ESRS.

Il Regolamento Delegato 2023/2772 presenta gli ESRS, che comprendono due '*Cross-Cutting Standards*' in merito all'informativa generale e dieci '*Topical Standard*' che trattano i temi ambientali, sociali e di *governance* [18] e che rappresentano gli standard di rendicontazione obbligatori che devono usare tutte le organizzazioni obbligate alla rendicontazione sulla sostenibilità.

Si segnala infine che con lo scopo di rendere omogenei i GRI e gli ESRS è stato pubblicato un "Indice di interoperabilità GRI-ESRS", che illustra il modo in cui i requisiti di informativa e le richieste di dati di ciascun indicatore si relazionano tra loro, sottolineando l'elevato grado di comunanza già raggiunto e gettando solide basi per la costruzione di una tassonomia digitale reciproca.

1.3. Analisi sistematica della letteratura accademica sulla *disclosure* di sostenibilità

L'analisi sistematica della letteratura è un approccio metodologico che ha l'obiettivo di mappare il panorama delle ricerche esistenti inerenti ad un filone di ricerca [19], identificando le tematiche di ricerca maggiormente sviluppate e sintetizzandole. L'approccio di revisione sistematico o narrativo è applicato su ambiti di ricerca che sono stati concettualizzati in maniera differente e studiati

[18] I *Cross-Cutting Standards* sono composti da: *ESRS 1 – General Requirements* e *ESRS 2 – General Disclosure* e si ispirano all'impostazione dei *GRI Universal Standards*. I *Topical Standards* trattano l'informativa specifica legata ai temi ESG e sono così suddivisi: ESRS E1 – Cambiamento climatico, ESRS E2 – Inquinamento, ESRS E3 – Risorse idriche e marine, ESRS E4 – Biodiversità ed ecosistemi, ESRS E5 – Uso delle risorse ed economia circolare, ESRS S1 – Forza lavoro, ESRS S2 – I lavoratori nella catena del valore, ESRS S3 – Comunità interessate, ESRS S4 – Consumatori e utenti finali, ESRS G1 – Condotta aziendale.

[19] Tranfield, D., Denyer, D., Smart, P. (2003), "Towards a methodology for developing evidence informed management knowledge by means of systematic review", in *British Journal of Management*, 14(3), pp. 207-222.

da diversi accademici [20], con l'obiettivo di fornire una panoramica sull'argomento, esaminando come la ricerca nel campo selezionato si sia evoluta nel tempo.

Sulla base di queste premesse metodologiche, si predispone un'analisi sistematica della letteratura accademica sulla qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità al fine di identificare i temi emergenti, le prospettive teoriche e le criticità ricorrenti all'interno dell'area di ricerca. L'ampiezza e l'importanza della letteratura sulla *disclosure* dell'informativa di sostenibilità in ambito economico-aziendale richiedono una revisione approfondita degli studi esistenti, con un'analisi delle problematiche chiave e delle prospettive di ricerca future.

In questo contesto, l'obiettivo è quello di mappare lo stato dell'arte e fornire una panoramica storica della qualità della *disclosure* sull'informativa di sostenibilità. L'intento è quello di esaminare gli studi che indagano le dinamiche della divulgazione dell'informativa di sostenibilità, inclusi le caratteristiche, le misure, i *framework* teorici, le determinanti, le conseguenze, nonché i fattori moderatori di tali relazioni. Il presente studio mira a offrire un'analisi esaustiva della letteratura empirica sulla qualità della *disclosure* sull'informativa di sostenibilità.

Per realizzare questo obiettivo, ci si avvale delle ricerche pubblicate nelle principali riviste accademiche internazionali di *business administration* e *accounting*. L'analisi sistematica della letteratura è stata condotta predisponendo un protocollo di ricerca in cui si sono identificati i criteri di inclusione ed esclusione (*database* utilizzati, *keywords*, tipologia di prodotto, categoria scientifica di riferimento, lingua inglese di riferimento, orizzonte temporale, *ranking* dei *journal* accademici selezionati). Sono stati consultati i seguenti database: Scopus e Web of Science [21]. Sono stati poi considerati solo articoli in lingua inglese, compresi in un orizzonte temporale tra il gennaio 2013 e il dicembre 2023, appartenenti all'"*ABS Journal Ranking*" al fine di garantire maggiore qualità. Gli articoli così selezionati sono pari a 155 articoli, compresi 10 articoli presenti in entrambi i *database*. Eliminati i duplicati, gli articoli finali sono 145.

---

[20] Snyder, H. (2019), "Literature review as a research methodology: An overview and guidelines", in *Journal of Business Research*, 104, pp. 333-339.

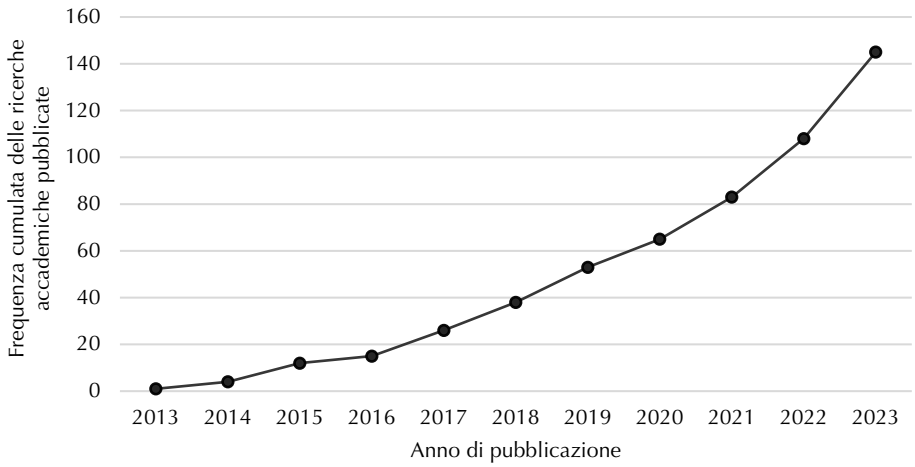
[21] Sono state inserite le seguenti *keywords*: ["disclosure quality" and ("non-financial information", or "non financial information", or "NFI", or "sustainability information")] identificate come argomento, cioè nel titolo o *nell'abstract*. Sono stati ottenuti 22 articoli su Scopus e 3.092 su Web of Science. Sono stati poi considerati "article", "review article" e "early access", inerenti alle categorie tecnico-scientifiche di riferimento "Business, Management and Accounting" e "Economics, Econometrics and Finance" su Scopus, e "Business Management", "Business", "Economics" e "Business Finance" su Web of Science.

L'analisi e la sintesi dei risultati sono state elaborate mediante l'impiego di statistiche descrittive per delineare l'evoluzione temporale dell'argomento, evidenziando le metodologie impiegate. Tale approccio descrittivo permette di tracciare un quadro dettagliato di come la tematica sia stata trattata nei diversi periodi, offrendo una panoramica delle evoluzioni metodologiche adottate nel corso del tempo. In seguito, è stata condotta un'analisi di contenuto, con l'obiettivo di categorizzare e sintetizzare i temi principali analizzati dalla letteratura. Attraverso questa analisi, è stato possibile identificare le principali dimensioni qualitative dell'informativa sulla sostenibilità, come la completezza, la rilevanza, la comparabilità e la chiarezza, fornendo così un contributo significativo alla comprensione di come tali pratiche di divulgazione vengano trattate nel contesto accademico.

1.3.1. *L'evoluzione temporale e metodologica della qualità della* disclosure *dell'informativa di sostenibilità*

Allo scopo di analizzare l'evoluzione temporale della qualità della *disclosure*, nel Grafico 1 si presenta il numero totale di articoli pubblicati dal 2013 al 2023 nella letteratura accademica sulla qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità.

Grafico 1.1. – *Evoluzione temporale della qualità della* disclosure *di sostenibilità*



Fonte: elaborazione personale.

Ogni punto sul grafico corrisponde al numero totale di pubblicazioni accademiche fino a ciascun anno specifico. Si verifica un incremento notevole nel numero di pubblicazioni nel corso degli anni dimostrando un *trend* ascendente nel numero di studi pubblicati nell'arco degli anni considerati dal 2013 al 2023. Si osserva un incremento costante e significativo, particolarmente accentuato a partire dal 2018, culminando con un picco nel 2023. Questa tendenza al rialzo trova conferma anche nelle revisioni della letteratura precedenti, effettuate sullo stesso ambito di ricerca [22]. Inoltre, l'incremento osservato nell'interesse accademico verso la rendicontazione di sostenibilità può essere attribuito in larga misura all'introduzione dell'obbligatorietà di questa pratica per le società quotate, spingendo gli accademici a studiare e comprendere l'impatto e l'efficacia di tali normative [23].

Con riferimento alle diverse metodologie di ricerca, la Tabella 1.1 ne illustra la distribuzione, evidenziando una predominanza dell'approccio empirico con 58 pubblicazioni, seguito dalla ricerca archivistica/documentale con 25 articoli. Gli approcci sperimentali, le revisioni della letteratura e i metodi misti mostrano una presenza significativa ma inferiore, rispettivamente con 10, 11 e 15 articoli, confermando la diversificazione delle tecniche di indagine nel campo studiato.

Tabella 1.1. – *Metodologie di ricerca sulla qualità della* disclosure *di sostenibilità*

Metodologia di ricerca	*N. di articoli accademici*
Ricerca empirica	58
Ricerca documentale	25
Casi studio	12
Ricerca sperimentale	10
Revisione della letteratura	11
Metodi misti	15
Indagine/questionari	9
Altro	5
Totale	145

Fonte: elaborazione personale.

[22] Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023), "Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review", in *The British Accounting Review*, 55(1), 101149; Erkens, M., Paugam, L., & Stolowy, H. (2015), "Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study", in *Comptabilité Contrôle Audit*, 21(3), pp. 15-92.

[23] Posadas, S.C., Ruiz-Blanco, S., Fernandez-Feijoo, B., & Tarquinio, L. (2023), "Institutional isomorphism under the test of Non-financial Reporting Directive. Evidence from Italy and Spain", in *Meditari Accountancy Research*, 31(7), pp. 26-48.

Nella revisione sistematica della letteratura accademica, abbiamo inoltre delineato temi cardinali oggetto di indagine che insieme tessono la *disclosure* dell'informativa di sostenibilità. In primo luogo, abbiamo identificato le motivazioni sottostanti, che costituiscono le fondamenta teoriche e rappresentano le teorie di riferimento. Successivamente, abbiamo analizzato le caratteristiche e le misure della *disclosure* di sostenibilità, elementi chiave per comprendere le metriche impiegate nella valutazione della qualità della *disclosure* di sostenibilità. In aggiunta, abbiamo approfondito le determinanti della qualità della *disclosure* di sostenibilità, esaminando i fattori che influenzano la trasparenza e l'efficacia delle informazioni di sostenibilità divulgate. Infine, abbiamo esplorato le conseguenze e gli effetti derivanti dalla qualità della *disclosure*, investigando come questa incida sui vari *stakeholder* e sulle *performance* aziendali nel lungo termine. L'identificazione delle tematiche inerenti alla qualità della divulgazione dell'informativa di sostenibilità ci permette non solo di comprendere meglio il panorama attuale, ma anche di tracciare le linee guida per future ricerche.

1.3.2. *Le teorie sulla* disclosure *di sostenibilità*

La ricerca accademica ha indagato la qualità della *disclosure* sia in forma volontaria sia per obblighi di legge, focalizzandosi inizialmente sui fattori che influenzano le decisioni aziendali di adottare pratiche di sostenibilità.

Diverse teorie sono state esplorate per spiegare le motivazioni sottostanti la divulgazione volontaria e obbligatoria delle informazioni sulla sostenibilità, tra cui la teoria della legittimità (*legitimacy theory*), la teoria istituzionale (*institutional theory*), la teoria degli *stakeholder* (*stakeholder theory*), la teoria della divulgazione volontaria (*voluntary disclosure theory*), la teoria dell'agenzia (*agency theory*).

La teoria della legittimità sostiene che le aziende e la società hanno un contratto sociale, rappresentativo del fatto che le prime si comporteranno in modo tale che la società le riconosca come socialmente responsabili [24]. L'azienda deve dimostrare di soddisfare gli standard di legittimità per essere approvata dalla società; ne deriva che la divulgazione delle informazioni sulla sostenibilità legittima il ruolo dell'azienda all'interno della società [25]. A livello macro, la legittimità è definita come una percezione o assunzione "che l'attività d'impresa

[24] O'Donovan, G. (2002), "Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal,* 15(3), pp. 344-371.

[25] Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002), "An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), pp. 312-343.

di un'azienda sia desiderabile, corretta o appropriata all'interno di un sistema socialmente costruito di norme, valori, credenze e definizioni" [26]. Pertanto, la pressione istituzionale è un importante motore verso la rendicontazione della sostenibilità che influisce sulla decisione aziendale riguardo la comunicazione delle informazioni sulla sostenibilità. Da qui, si collega la teoria istituzionale sostenendo che le aziende sono influenzate da strutture sociali più ampie, come istituzioni pubblici e privati; pertanto, le aziende divulgano informazioni ESG per soddisfare gli obblighi normativi [27].

La teoria degli *stakeholder* si fonda sulla creazione di valore con e per gli *stakeholder*. Freeman intende l'attività d'impresa "come un insieme di relazioni – che non sono riducibili a transazioni – tra diversi *stakeholder* che hanno interesse ad interagire con l'impresa" [28]. Di conseguenza, la rendicontazione ESG è uno strumento utile agli *stakeholder* al fine comprendere gli impegni dell'azienda riguardo le questioni di sostenibilità.

La teoria della divulgazione volontaria viene adottata principalmente quando la divulgazione di informazioni di sostenibilità è puramente volontaria. Un'azienda con una *performance* di sostenibilità superiore divulga volontariamente informazioni di sostenibilità per rivelare la natura della sua vera *performance* e per aumentare (potenzialmente) il suo valore di mercato [29].

La teoria dell'agenzia analizza il rapporto tra il principale (gli azionisti) e l'agente (i *manager*), evidenziando i problemi di conflitto di interessi e asimmetria informativa che possono sorgere quando l'agente persegue obiettivi diversi da quelli del principale [30]. Kim et al. (2014) sostengono che la *disclosure* ESG elimina la barriera della conoscenza tra un'azienda e i suoi azionisti e migliora il flusso informativo; dunque, rappresenta una delle pratiche efficaci di *corporate governance* per ridurre i costi di agenzia e fornire agli azionisti informazioni [31].

---

[26] Suchman, M.C. (1995), "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches", in *Academy of Management Review*, 20(3), pp. 571-610.

[27] Wukich, J.J., Neuman, E.L. & Fogarty, T.J. (2024), "Show me? Inspire me? Make me? An institutional theory exploration of social and environmental reporting practices", in *Journal of Accounting & Organizational Change*, 20 (4), pp. 673-701.

[28] Freeman R.E., Harrison J.S., Wicks A.C., Parmar B.L., & De Colle S. (2010), *Stakeholder theory: The state of the art*, Cambridge University Press.

[29] Clarkson, P.M., Li, Y., Richardson, G.D., & Vasvari, F.P. (2008), "Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis", in *Accounting, Organisation and Society*, 33 (4-5), pp. 303-327.

[30] Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

[31] Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014), "Corporate social responsibility and stock price crash risk", in *Journal of Banking & Finance*, 43(1), pp. 1-13.

È doveroso sottolineare che esistono altre teorie che contribuiscono a spiegare le ragioni alla base dell'impegno delle imprese nella divulgazione volontaria o obbligatoria di informazioni di sostenibilità [32].

1.3.3. *Le caratteristiche e le misure della qualità della* disclosure *dell'informativa di sostenibilità*

La ricerca sulla qualità della *disclosure* in materia di sostenibilità ha ricevuto un impulso significativo dagli studi di letteratura che hanno cercato di identificare le caratteristiche e le metriche di misurazione della qualità della *disclosure* di sostenibilità, approfondendo le tendenze storiche e le tematiche predominanti in ambito di sostenibilità aziendale. Lo studio di Huang e Watson (2015) evidenza una carenza di studi incentrati sulla qualità delle divulgazioni di sostenibilità rispetto alla loro mera esistenza o quantità [33]. Questa osservazione ha spinto il mondo accademico a esplorare i vari aspetti che caratterizzano la qualità della *disclosure* di sostenibilità, arricchendo la letteratura con nuove definizioni e comprendendo meglio come le informazioni sulla sostenibilità siano comunicate efficacemente agli *stakeholder*.

In relazione alle caratteristiche che definiscono la qualità della *disclosure*, la revisione della letteratura di Stuart *et al.* (2022) ha analizzato l'evoluzione delle *proxy* di qualità. In dettaglio, lo studio fornisce una definizione di qualità delle divulgazioni in materia di sostenibilità/CSR, identificando nove elementi chiave dalla letteratura, raggruppati in tre categorie: 1) contenuto dell'informativa, includendo completezza, equilibrio e pertinenza; 2) veridicità del messaggio, comprendendo accuratezza, trasparenza e affidabilità; 3) utilizzabilità dell'informativa, che copre specificità, coerenza/comparabilità e chiarezza [34]. La definizione fornita si basa sia sulla letteratura accademica sia sui *framework* degli standard di rendicontazione principali come GRI e SASB. Inoltre, la credibilità, intesa come affidabilità percepita in termini di trasparenza e dei meccanismi di monitoraggio impiegati [35], rappresenta un'ulteriore caratteristica

---

[32] Per maggiori approfondimenti si veda: Bartolacci, F., Bellucci, M., Corsi, K., & Soverchia, M. (2022), "A systematic literature review of theories underpinning sustainability reporting in non-financial disclosure", in *Non-financial Disclosure and Integrated Reporting*, pp. 87-113.

[33] Huang, X.B. & Watson, L. (2015), "Corporate social responsibility research in accounting", in *Journal of Accounting Literature*, 34, pp. 1-16.

[34] Stuart, A.C., Fuller, S.H., Heron, N.M., & Riley, T.J. (2022), "Defining CSR disclosure quality: a review and synthesis of the accounting literature", in *Journal of Accounting Literature*, 45(1), pp. 1-47.

[35] Chiba, S., Talbot, D., & Boiral, O. (2018), "Sustainability adrift: An evaluation of the credibility of sustainability information disclosed by public organizations", in *Accounting Forum*, 42 (4), pp. 328-340.

della qualità della *disclosure* essenziale per garantire che le informazioni divulgate offrano un resoconto equilibrato delle tre dimensioni dello sviluppo sostenibile e riflettano accuratamente il grado di raggiungimento degli obiettivi stabiliti. Una mancanza di credibilità può compromettere l'utilità di queste informazioni per le aziende e gli *stakeholder*.

In relazione alle metriche di valutazione della qualità della *disclosure*, numerosi studi accademici hanno esplorato le pratiche di rendicontazione di sostenibilità adottate dalle società quotate, analizzando la varietà di approcci e il grado di maturità nel rispetto dei principi imposti dai principali standard di rendicontazione e dalla normativa vigente. Si sono analizzati vari aspetti della *disclosure* di sostenibilità, inclusi stile, contenuto, volume e tipo di informazioni divulgate dalle società quotate per valutare la qualità dei report di sostenibilità. In dettaglio, queste ricerche hanno valutato la qualità delle informazioni diffuse dalle imprese principalmente attraverso una *content analysis* dei loro report di sostenibilità. Gli approcci utilizzati si possono riassumere in due principali categorie: approcci volumetrici e approcci interpretativi [36].

Da un lato, gli approcci volumetrici, che contano parole, frasi o pagine, si basano sull'assunzione che il volume della divulgazione rifletta la sua importanza per i lettori e quindi possa essere utilizzato come misura della qualità della rendicontazione. Questi approcci si concentrano esclusivamente su quanto viene divulgato come una *proxy* per la qualità della *disclosure*. Si analizza dunque la quantità di spazio allocato alla divulgazione e il numero di temi divulgati. Tuttavia, Michelon *et al.* (2015) affermano che, sebbene la quantità di divulgazione e i temi di sostenibilità siano potenzialmente importanti per i fruitori del bilancio di sostenibilità, non si prendono in considerazione altre dimensioni/caratteristiche importanti che descrivono come le informazioni divulgate. Di conseguenza, questi studi esistenti non sono in grado di valutare pienamente la qualità della *disclosure* [37].

Dall'altro lato, gli approcci interpretativi, valutano principalmente il contenuto e la modalità di *disclosure* con criteri specifici ponderati in base all'importanza relativa di ciascun elemento. L'analisi tematica si concentra sul valutare non solo cosa, ma anche come gli specifici argomenti vengono divulgati. Questo approccio va oltre un semplice conteggio numerico, permettendo una comprensione più profonda della qualità e del dettaglio delle informazioni di sostenibilità fornite [38].

---

[36] Helfaya, A., & Whittington, M. (2019), *op. cit.*

[37] Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015), "CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis", in *Critical Perspectives on Accounting*, 33, pp. 59-78.

[38] Beck, A., Campbell, D., & Shrives, P. (2010), "Content analysis in environmental reporting research: Enrichment and rehearsal of the method in a British-German context", in *The British Accounting Review*, 42, pp. 207-222.

A riguardo, lo studio Helfaya e Whittington (2019) verifica l'esistenza di differenze significative tra tre misure di quantità, che valutano il volume e l'estensione/copertura delle informazioni, e quattro misure di qualità della *disclosure* sul campione di società quotate al FTSE100. Le metriche di qualità riguardano la tecnica di punteggio per la divulgazione [39], l'indice di qualità della divulgazione ambientale [40], l'indice di qualità ideato da Beretta e Bozzolan [41] e una quarta misura che accerta le percezioni di qualità sia dei redattori che degli utenti dei report annuali e di sostenibilità [42]. I risultati di questo studio hanno dimostrato che, sebbene la quantità sia necessaria, non è sufficiente; è essenziale considerare anche altre dimensioni quali il contenuto, la modalità di presentazione e la credibilità. Pertanto, risulta fondamentale predisporre un'analisi di contenuto delle informazioni di sostenibilità che sia onnicomprensiva e includa diverse caratteristiche che configurano la qualità.

1.3.4. *Le determinanti e gli effetti della qualità della* disclosure *dell'informativa di sostenibilità*

Gli studi empirici hanno analizzato approfonditamente i principali *driver* (determinanti) e le conseguenze (effetti) della qualità della *disclosure*, esplorando come diversi fattori influenzino tale divulgazione e quali impatti questa possa avere sul contesto aziendale.

Le determinanti della *disclosure* di sostenibilità si articolano su vari livelli [43]. A livello di paese, la regolamentazione del *reporting* gioca un ruolo cruciale, esercitando un'influenza positiva sulla divulgazione ESG. Analogamente, l'appartenenza a un mercato borsistico e una bassa prevalenza di corruzione sono fattori che stimolano le aziende a una maggiore trasparenza ESG. Inoltre, anche la cultura nazionale incide profondamente in quanto nei paesi caratterizzati da individualismo, un orientamento a lungo termine e una bassa avversione all'in-

---

[39] Al-Tuwaijri, S., Christensen, T., & Hughes, K. (2004), "The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach", in *Accounting, Organizations and Society*, 29, pp. 447-471.

[40] van Staden, C., & Hooks, J. (2007), "A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness", in *The British Accounting Review*, 39, pp. 197-210.

[41] Beretta, S., & Bozzolan, S. (2008), "Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure", in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(3).

[42] Helfaya, A., Whittington, M., & Alawattage, C. (2018), "Exploring the quality of corporate environmental reporting: Surveying preparers'and users'perceptions", in *Accounting, Auditing and Accountability Journal*.

[43] Seow, R.Y.C. (2024), "Determinants of environmental, social, and governance disclosure: A systematic literature review", in *Business Strategy and the Environment*, 33(3), pp. 2314-2330.

certezza si osserva un livello superiore di *disclosure* di sostenibilità, mentre quelli con una maggiore distanza dal potere tendono a un livello inferiore [44]. A livello di impresa, variabili come la dimensione dell'azienda, la sua *performance* economica, la leva finanziaria e la redditività emergono come fattori positivi per la *disclosure* ESG [45]. A livello individuale, la diversità di genere [46] e l'indipendenza nei Consigli di amministrazione contribuiscono positivamente alla qualità della *disclosure*. L'età, le competenze e la reputazione dei membri del consiglio sono altresì determinanti positivi.

La divulgazione di informazioni di sostenibilità si configura come un elemento chiave nel panorama aziendale, con impatti significativi sia all'interno delle aziende che nel contesto esterno più ampio [47]. In primo luogo, la *disclosure* ESG incrementa la trasparenza, riduce l'asimmetria informativa tra *stakeholder* e favorisce una migliore allocazione delle risorse. Tra le principali conseguenze e impatti della *disclosure* ESG, emerge un miglioramento della *performance* finanziaria delle aziende, che si traduce in una riduzione dell'asimmetria informativa e dei costi di agenzia, un rafforzamento della reputazione aziendale e un incremento del vantaggio competitivo [48]. Per quanto riguarda il rischio operativo e finanziario, la divulgazione ESG può mitigare il rischio di *default* attraverso un incremento della redditività e una diminuzione della variabilità delle *performance* e dei costi del capitale di debito. In termini di investimenti e innovazione, la divulgazione ESG si rivela un catalizzatore nell'efficienza degli investimenti e nella promozione delle capacità di innovazione tecnologica.

In sintesi, la divulgazione ESG rappresenta un pilastro fondamentale per la sostenibilità aziendale, con effetti trasversali che permeano tutti gli aspetti dell'attività d'impresa. Complessivamente, emerge come la divulgazione ESG sia il frutto di un intreccio di fattori normativi, culturali, aziendali e individuali,

---

[44] Roy, A., & Mukherjee, P. (2022), "Does national culture influence corporate ESG disclosures? In Evidence from cross-country study", in *Vision*.

[45] Rahman, R.A., Alsayegh, M.F., Rahman, A., Rashidah, M., & Faisal, A. (2021), "Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms", in *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167.

[46] Manita, R., Bruna, M.G., Dang, R., & Houanti, L. (2018), "Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA", in *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), pp. 206-224.

[47] Li, L., Saat, M.M., Khatib, S.F.A., Chu, P., & Sulimany, H.G.H. (2024), "Navigating the impact: A comprehensive analysis of ESG disclosure consequences through systematic review", in *Business Strategy & Development*, 7(2), e382.

[48] Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019), "Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?", in *Business Strategy and the Environment*, 28(2), pp. 286-300.

che insieme modellano le pratiche di trasparenza delle imprese in un contesto globale sempre più attento alla sostenibilità.

1.4. Il *framework* concettuale sulla qualità dell'informativa di sostenibilità

L'individuazione di un solido *framework* concettuale è cruciale per garantire un'analisi rigorosa e strutturata, fornendo una base metodologica chiara e coerente. La sua definizione non solo guida lo sviluppo dell'analisi, ma permette una migliore contestualizzazione dei risultati della ricerca, facilitandone l'interpretazione, ma anche valorizzandone l'impatto.

Sulla base delle finalità del presente lavoro, si è ritenuto opportuno individuare il *framework* di analisi facendo diretto riferimento alla letteratura in ambito di qualità della *disclosure* descritta nel paragrafo precedente e alla normativa vigente, con particolare attenzione all'Appendice B dell'ESRS 1 [49], in cui vengono definite le caratteristiche qualitative a cui devono conformarsi le informazioni presentate nella dichiarazione di sostenibilità. Questa scelta presenta un duplice vantaggio: da un lato, consente di basare l'analisi su criteri normativamente riconosciuti, garantendo così un approccio metodologico aggiornato e condiviso; dall'altro, evita di dipendere da modelli elaborati da differenti autori in precedenti contributi scientifici che, pur rilevanti, saranno già stati al vaglio per sviluppo della normativa [50].

La funzionalità dell'Appendice B è strumentale agli obiettivi degli ESRS che richiedono che le informazioni alla base dell'informativa sulla sostenibilità siano di qualità e sia tali da consentire ai loro destinatari/utilizzatori di utilizzarle nel compiere valutazioni e prendere decisioni informate. A tal fine vengono elencate cinque caratteristiche qualitative che devono caratterizzare tale informativa: pertinenza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e comprensibilità.

---

[49] Regolamento Delegato (UE) 2023/2772 della Commissione del 31 luglio 2023 che integra la Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i principi di rendicontazione di sostenibilità, p. 30.

[50] Tra gli altri, si vedano: Aureli, S., Magnaghi, E., & Salvatori, F. (2018), "The transposition of the non-financial reporting directive in the UK, France and Italy", in *Symphonya Emerging Issues in Management,* 1, pp. 48-67; Aureli, S., Magnaghi, E., & Salvatori, F. (2019), "The role of existing regulation and discretion in harmonising non-financial disclosure", *Accounting in Europe*, 16(3), pp. 290-312; Fiandrino, S., Gromis di Trana, M., Tonelli, A., & Lucchese, A. (2022), "The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 274-300.

Le informazioni sulla sostenibilità sono pertinenti quando sono funzionali nel processo decisionale dei fruitori di tale informativa secondo l'approccio della doppia rilevanza. Tali informazioni devono avere valore predittivo, valore confermativo o entrambi. In particolare, il valore predittivo non si sostanza necessariamente in una previsione o stima, ma deve essere funzionale alle previsioni e alle stime che possono essere fatte dagli utilizzatori di tale informativa. Il valore confermativo si ha se tali informazioni offrono un riscontro su valutazioni effettuate precedentemente. Se l'informativa non risulta pertinente, non solo non arreca un vantaggio nel processo decisionale, ma potrebbe addirittura limitare l'utilità dell'informativa nel suo insieme inficiando la comprensibilità delle informazioni rilevanti e minando la qualità dello stesso processo decisionale.

Una rappresentazione fedele invece prevede che le informazioni non solo rappresentino un fenomeno pertinente, ma devono anche rappresentare fedelmente la sostanza del fenomeno stesso che intendono rappresentare. La stessa appendice, al paragrafo CQ 5, specifica che la rappresentazione fedele deve basarsi su informazioni complete, neutrali e accurate. Circa la completezza, l'informativa deve contenere tutte le informazioni necessarie per mettere nelle condizioni i fruitori dell'informativa di comprendere. La neutralità invece è rappresentata dal tipo di informazioni selezionate o comunicate che devono essere scevre da pregiudizi o giudizi di merito. L'informazione può dirsi neutrale se non è parziale, ponderata, enfatizzata, o strumentalizzata con l'intento di rendere il messaggio favorevole o sfavorevole nella prospettiva dei suoi utilizzatori. Il concetto di neutralità riguarda anche il concetto di equilibrio e pertanto riserva pari attenzione agli impatti rilevanti sia positivi che negativi. In tal senso al paragrafo CQ 8, la normativa fa riferimento al concetto di prudenza, ossia la cautela nel formulare giudizi in condizione di incertezza. L'esercizio della prudenza si sostanzia nel limitare compensazioni ossia evitare di sopravvalutare le opportunità o sottovalutare i rischi, ma anche non consentendo la sottovalutazione delle opportunità e la sopravvalutazione dei rischi. Circa invece l'accuratezza, tale condizione non richiede la precisione assoluta che in numerosi frangenti potrebbe non essere conseguibile (si pensi anche solo ad esempio al bilancio che non riporta valori oggettivi in quanto condizionati da stime necessariamente basate su aspetti soggettivi). Un'informazione viene comunque ritenuta accurata se l'impresa ha attuato processi e controlli adeguati a evitare errori o deviazioni rilevanti. Qualora si effettuino delle stime è necessario mettere in chiara evidenza le possibili limitazioni che si sono presentate, ma anche gli elementi di incertezza associati a tale valutazione. In sintesi, l'accuratezza si sostanzia in informazioni prive di errori rilevanti, descrizioni precise e l'esplicita dichiarazione qualora siano state elaborate delle stime o previsioni che possono

essere condizionate da elementi di incertezza. In ogni caso le asserzioni devono risultare ragionevoli nella prospettiva di un soggetto competente e informato e sempre supportate da sufficienti e adeguate evidenze quantitative e qualitative.

La comparabilità invece è una qualità che permette all'informativa sulla sostenibilità di essere confrontata con le informazioni fornite dall'impresa stessa, ma in periodi precedenti, oppure, con analoghe informazioni fornite da altre imprese o enti. Tale comparabilità, per essere sostanziale e utile nel processo decisionale, deve riguardare soggetti tra loro comparabili e quindi riguardare imprese con attività similari o operanti nello stesso settore. Il confronto in termini di informativa può riguardare obiettivi, scenari, o parametri di riferimento settoriali, ma può anche avere a riferimento *benchmark* provenienti da altre imprese, da dati di settore o da organismi ed enti istituzionali nazionali e internazionali. Sebbene vi sia una correlazione tra il concetto di comparabilità e quello di coerenza, essi non sono equivalenti. La coerenza, infatti, consiste nell'adozione da parte dell'impresa di comuni approcci o metodi nell'affrontare questioni o tematiche legate alla sostenibilità da un periodo all'altro. La coerenza è funzionale al perseguimento dell'obiettivo della comparabilità. Il paragrafo CQ 12 specifica chiaramente che la comparabilità non significa uniformità. Affinché le informazioni siano comparabili, infatti, devono essere evidenti le differenze tra gli elementi considerati, in altre parole, la comparabilità non deve far sembrare simili cose diverse, né far sembrare diverse cose simili.

L'informativa sulla sostenibilità deve inoltre essere verificabile, questo al fine di garantire il rapporto di fiducia tra chi comunica e chi riceve tali informazioni e le deve utilizzare. Tale approccio deve mettere nelle condizioni ipotetici osservatori competenti e indipendenti di ritenere plausibile la fedele rappresentazione data alla fenomenologia sottostante all'informativa. Ciò si sostanzia, ad esempio, nell'inserimento di informazioni che possono trovare conforto con analoghe informazioni a disposizione degli utilizzatori dell'informativa, ma anche fornendo chiaramente indicazioni sulla natura dei dati e della metodologia di calcolo adottati per l'elaborazione di stime e valutazioni. Inoltre, è necessario garantire che le informazioni siano state preventivamente approvate e verificate dagli organi amministrativi e di controllo, nonché da eventuali comitati competenti.

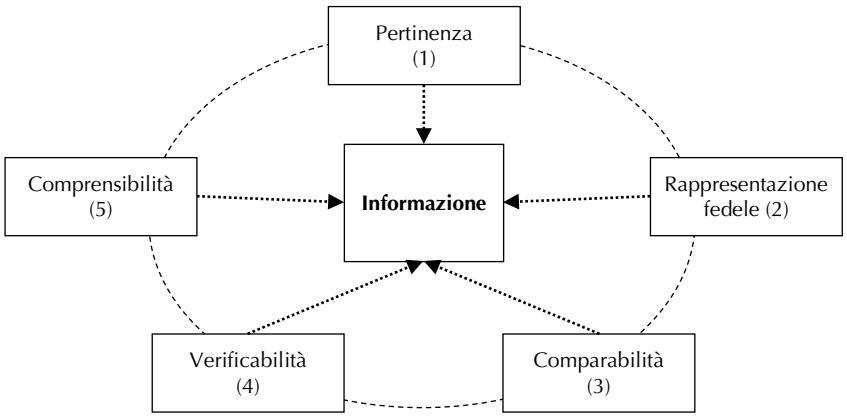
Per finire, non meno importante risulta essere la caratteristica della comprensibilità. Le informazioni sulla sostenibilità sono comprensibili quando risultano chiare e concise. Queste caratteristiche rendono l'informazione di diretta e rapida utilizzazione da parte del suo destinatario. Affinché un'informazione sia concisa è necessario renderla scevra da generiche stereotipizzazioni che non sono specifiche dell'impresa, ma anche evitando inutili duplicazioni informative. È necessario, inoltre, che il linguaggio sia chiaro e la struttura di frasi e

paragrafi funzionale alla comprensione. Un'informativa concisa si basa e si deve basare solo su informazioni rilevanti.

Al paragrafo CQ 19, il legislatore evidenzia la correlazione tra completezza, chiarezza e comparabilità dell'informativa sulla sostenibilità. Nello specifico tali concetti dipendono da una presentazione delle informazioni come insieme coerente, ossia l'informativa deve spiegare il contesto e i rapporti tra le informazioni riportate. Devono quindi essere chiari e intellegibili i collegamenti tra le informazioni relative agli impatti, ai rischi e alle opportunità con l'informativa contenuta nel bilancio dell'impresa. Qualora infatti i rischi e l'opportunità legati alla sostenibilità trattati in bilancio dovessero avere implicazioni significative sulla rendicontazione di sostenibilità, quest'ultima può fornire specifici rimandi al bilancio. Il grado informativo inteso con riferimento alla granularità e tecnicità dell'informativa deve essere in linea con le esigenze e le aspettative dei suoi destinatari. Inoltre, al fine di tutelare la comprensibilità di tale informativa è necessario evitare abbreviazioni e sarà anche necessario fornire chiara definizione circa eventuali unità di misura o termini adottati.

Fatto questo doveroso inquadramento di seguito se ne fornisce rappresentazione grafica dello schema concettuale adottato (grafico 2).

Grafico 1.2. – Framework *concettuale della qualità della* disclosure *di sostenibilità*



Fonte: elaborazione personale.

1.5. Analisi della qualità della *disclosure* su un campione di società quotate europee

Sulla base del *framework* concettuale delineato nel paragrafo 1.4, è stato sviluppato uno *score* per valutare la qualità della *disclosure* sull'informativa di sostenibilità. Questo *score* è stato elaborato mediante un'analisi qualitativa di contenuto, condotta sia manualmente sia con il supporto del *software* NVivo 14, sui documenti di un campione di società europee quotate, analizzando i dati relativi agli anni 2022 e 2023. In seguito, al fine di testare l'associazione tra la qualità della *disclosure* di sostenibilità e la *performance* ESG, è stata presentata un'analisi di regressione lineare ad effetti fissi.

Nei sottoparagrafi successivi vengono presentati i dettagli metodologici dello studio: la definizione del campione, la raccolta dei dati e la determinazione delle variabili, con particolare attenzione alla costruzione dell'indice di qualità dell'informativa di sostenibilità. Seguiranno la descrizione del modello di regressione, le statistiche descrittive e i risultati del modello, che illustrano la relazione tra la qualità della *disclosure* di sostenibilità e le *performance* ESG.

1.5.1. *Definizione del campione*

Il campione oggetto di analisi comprende le imprese quotate appartenenti allo *Stoxx Europe 600 Index*. L'indice comprende aziende di 17 Paesi europei e del Regno Unito. Questo contesto geografico si distingue per una normativa estesa sulla rendicontazione di sostenibilità, come suggerito dalla letteratura esistente [51]. Lo *Stoxx Europe 600 Index* include circa il 90% della capitalizzazione di mercato europea investibile e, dalla sua introduzione nel 1998, è diventato il *benchmark* di riferimento per gli investitori globali prossimi ad investire in Europa [52]. Infatti, il valore di mercato al 2024 di tutte le società appartenenti allo *Stoxx Europe 600 Index* è di circa euro 13.369,3 miliardi, rispettivamente

[51] Mio, C., Fasan, M., Scarpa, F., Costantini, A., & Fitzpatrick, A.C. (2024), "Unveiling the consequences of ESG rating disagreement: an empirical analysis of the impact on the cost of equity capital", in *Accounting in Europe*, pp. 1-24; Rizzato, F., Tonelli, A., Fiandrino, S., & Devalle, A. (2024), "Analysing SDG disclosure and its impact on integrated thinking and reporting", in *Meditari Accountancy Research*, 32(3), pp. 803-831; Velte, P. (2023), "Does sustainable board governance drive corporate social responsibility? A structured literature review on European archival research", in *Journal of Global Responsibility*, 14(1), pp. 46-88.

[52] Per approfondimenti, si veda Stoxx Europe 600 (2024), *Liquid Access to the European Equity Market*, disponibile su: https://www.stoxx.com/document/Others/marketing/STOXX%20EUROPE%20600%20Brochure.pdf.

l'89,3% del valore di mercato delle società complessive appartenenti allo *Stoxx Europe Total Market*, pari a Euro 14.965,3 miliardi [53].

Su un numero complessivo di 600 imprese, sono state analizzate esclusivamente le prime 300 in ordine di volume di vendite [54]. Le aziende appartenenti al settore dei servizi finanziari sono state escluse a causa delle normative specifiche del settore, ottenendo così un *sub-sample* di 253 imprese. Successivamente, tre società sono state rimosse per la difficoltà nella lettura del bilancio da parte del *software* NVivo 14 e per l'assenza di informazioni di sostenibilità dovuta alla centralizzazione della rendicontazione della capogruppo. Infine, per via dell'indisponibilità di alcuni dati derivanti dalle banche dati LSEG e FactSet relativi a cinque imprese, è stato determinato il campione finale comprendente 245 società. Poiché il periodo di riferimento è biennale, l'analisi di regressione multivariata con dati panel è stata condotta su un numero di osservazioni complessivo pari a 490.

Il campione analizzato è composto da 245 imprese suddivise in diversi settori secondo la classificazione *Global Industry Classification Standard* (GICS [55]). Il settore più rappresentato è quello *Industrials* (settore industriale), con 71 aziende (28,98%), seguito da *Materials* (settore manifatturiero), che conta 35 aziende (14,29%), e *Consumer discretionary* (imprese che si rivelano maggiormente sensibili ai cicli economici, fornendo beni e servizi voluttuari), con 33 aziende (13,47%). Il settore *Consumer staples* (imprese meno sensibili ai cicli economici, producendo o distribuendo beni di prima necessità) comprende 30 aziende (12,24%), mentre il comparto *Utilities* (settore dei beni pubblici quali gas, energia elettrica, acqua etc.) è costituito da 20 aziende (8,16%). Il settore *Communication services* (settore delle telecomunicazioni) e *Health care* (settore farmaceutico e biotecnologico) contano entrambi 16 aziende (6,53%), mentre il settore *Energy* (settore energetico) include 13 aziende (5,31%). Il settore *Information technology* (settori *hardware, software* e semiconduttori) è rappresentato da 10 aziende (4,08%), mentre il settore *Real estates* (settore immobiliare) ha una presenza minima con 1 sola azienda (0,41%).

---

[53] Per approfondimenti, si veda Stoxx Europe 600 (2024), *Benchmark Indices – Stoxx Europe 600*, disponibile su: https://stoxx.com/index/sxxr/?factsheet=true&d=2024-12.

[54] La selezione delle prime 300 società per volume di vendita è stata effettuata al 26/10/2023, estraendo i dati dal *database* Orbis.

[55] I GICS (*Global Industry Classification Standard*) sono stati introdotti nel 1999 da MSCI in collaborazione con Standard & Poor's per stabilire un criterio accettato a livello mondiale per la classificazione settoriale delle industrie in modo tale da conferire maggior comparabilità alle ricerche e alle analisi svolte in diverse parti del mondo (Fonte: Borsa Italiana).

Di seguito è presentata la Tabella 1.2, che mostra la distribuzione delle imprese per settore, includendo la frequenza assoluta, la percentuale e la percentuale cumulata.

Tabella 1.2. – *Composizione del campione suddiviso per settore*

Settore	*Frequenza assoluta*	*Percentuale*	*Percentuale cumulata*
Telecomunicazioni	16	6.53	6.53
Beni voluttuari	33	13.47	20.00
Beni di consumo primario	30	12.24	32.24
Energia	13	5.31	37.55
Farmaceutico e biotecnologico	16	6.53	44.08
Industriale	71	28.98	73.06
Tecnologia dell'informazione	10	4.08	77.14
Manifatturiero	35	14.29	91.43
Immobiliare	1	0.41	91.84
Beni pubblici	20	8.16	100.00
Totale	245	100.00	

Fonte: elaborazione personale.

Sulla base della classificazione delle imprese del campione in relazione al codice paese ISO 3166, si rileva che il paese più rappresentato è la Gran Bretagna, con 45 aziende (18,37%), seguito dalla Francia, che conta 44 aziende (17,96%), e dalla Germania, con 42 aziende (17,14%). La Svizzera è presente con 19 aziende (7,76%), mentre i Paesi Bassi comprendono 18 aziende (7,35%). La Svezia conta 14 aziende (5,71%), seguita dalla Spagna, con 10 aziende (4,08%), e dalla Finlandia, che ne ha 9 (3,67%). Tra i paesi con una presenza più contenuta si trovano Danimarca, Irlanda e Italia, ciascuno con 7 aziende (2,86%), la Norvegia, con 6 aziende (2,45%), e il Portogallo, con 3 aziende (1,22%). Austria, Belgio e Lussemburgo registrano 4 aziende ciascuno (1,63%), mentre la Polonia risulta il Paese meno rappresentato, con solo 2 aziende (0,82%).

Di seguito è presentata la Tabella 1.3, che mostra la distribuzione delle imprese per paese, includendo la frequenza assoluta, la percentuale e la percentuale cumulata.

Tabella 1.3. – *Composizione del campione suddiviso per nazione*

Nazione	*Frequenza assoluta*	*Percentuale*	*Percentuale cumulata*
Austria	4	1.63	1.63
Belgio	4	1.63	3.27
Svizzera	19	7.76	11.02
Germania	42	17.14	28.16
Danimarca	7	2.86	31.02
Spagna	10	4.08	35.10
Finlandia	9	3.67	38.78
Francia	44	17.96	56.73
Gran Bretagna	45	18.37	75.10
Irlanda	7	2.86	77.96
Italia	7	2.86	80.82
Lussemburgo	4	1.63	82.45
Olanda	18	7.35	89.80
Norvegia	6	2.45	92.24
Polonia	2	0.82	93.06
Portogallo	3	1.22	94.29
Svezia	14	5.71	100.00
Totale	245	100.00	

Fonte: elaborazione personale.

1.5.2. *Raccolta dei dati e definizione delle variabili*

Di seguito viene descritta la costruzione dell'indice di qualità dell'informativa di sostenibilità e vengono illustrate le principali variabili oggetto di studio, tra cui ESG *performance*, variabili economico-finanziarie, di *governance* e legate all'assetto proprietario.

1.5.2.1. *Costruzione dell'indice di qualità dell'informativa di sostenibilità*

La principale variabile indipendente si riferisce allo *score* di qualità dell'informativa di sostenibilità (*Quality Disclosure Score*). I dati sulla qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità sono stati raccolti utilizzando i bilanci annuali delle aziende selezionate, relativi ai periodi contabili 2022 e 2023. Sono state considerate diverse tipologie di report, tra cui l'*Integrated Report*,

l'*Annual Report*, l'*Annual Report and Form 20-F Information* e l'*Universal Registration Document* – che include l'*Annual Report.* Nel caso in cui le aziende non pubblicassero un unico documento contenente sia informazioni finanziarie sia non finanziarie, sono stati analizzati separatamente gli *Annual Report* (o *Financial Annual Report*) e i Bilanci di Sostenibilità (denominati anche Dichiarazione di Sostenibilità, *Sustainability Report, Sustainability Statement, Non-financial Report, ESG Appendix o Combined Management Report*). Successivamente, l'analisi è stata condotta secondo i criteri di classificazione della qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità sintetizzati nel *framework* concettuale: rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e accessibilità. La macrocategoria della rappresentazione fedele è stata ulteriormente suddivisa in tre sottocategorie: neutralità, accuratezza e completezza. Inoltre, nei casi di documenti separati, i criteri sono stati applicati specificamente ai documenti contenenti le informazioni di sostenibilità, fatta eccezione per l'accessibilità, che valuta la fruibilità delle informazioni per diversi *stakeholder*. In totale, le categorie considerate per il calcolo dello *score* di qualità della *disclosure* (*Quality Disclosure Score*) risultano otto. La maggior parte di queste informazioni è stata raccolta manualmente attraverso un'analisi di contenuto dei documenti di riferimento, mentre le dimensioni neutralità e accuratezza sono state estratte con il supporto del *software* Nvivo14 [56].

Come descritto nella sezione 1.3.3., la letteratura si è principalmente focalizzata sulla quantità e sulla tipologia delle informazioni divulgate per determinare la qualità dei report di sostenibilità [57]. Gli studi esistenti hanno fatto ampio uso dell'analisi del contenuto (*content analysis*), impiegando metodi come il conteggio di parole, frasi o pagine, l'applicazione di indicatori di leggibilità e l'esame della distribuzione delle notizie positive e negative [58]. A tal proposito, al fine della costruzione *score* di qualità della *disclosure* [59], è stata condotta

[56] Per i dettagli sulla raccolta dei dati riferiti alle variabili dello *score* di *disclosure* di sostenibilità si rimanda al paragrafo 1.5.2.1.

[57] Haque, F., & Ntim, C.G. (2018), "Environmental policy, sustainable development, governance mechanisms and environmental performance", in *Business Strategy and the Environment*, 27(3), pp. 415-435; Kalu, J.U., Buang, A., & Aliagha, G.U. (2016), "Determinants of voluntary carbon disclosure in the corporate real estate sector of Malaysia", in *Journal of environmental management*, 182, pp. 519-524; Lee, K.H. (2017), "Does size matter? Evaluating corporate environmental disclosure in the Australian mining and metal industry: A combined approach of quantity and quality measurement", in *Business Strategy and the Environment*, 26(2), pp. 209-223.

[58] Helfaya, A., & Whittington, M. (2019), *cit.*

[59] Krippendorff, K. (2004), *Content analysis: An introduction to its methodology (2nd ed.),* London: SAGE Publications; Korca, B., Costa, E., & Farneti, F. (2021), "From voluntary to mandatory non-financial disclosure following Directive 2014/95/EU: An Italian case study", in *Accounting in Europe*, 18(3), pp. 353-377; Pesci, C., & Costa, E. (2014), "Content analysis of social and

un'analisi qualitativa che coniuga l'approccio volumetrico e di contenuto. In dettaglio, l'analisi si basa su otto criteri, come indicato nella Tabella 1.4. Al fine di valutare ciascuna caratteristica di qualità della *disclosure*, si è predisposta un'analisi testuale sia automatizzata sia manuale [60]. A ciascuna caratteristica è stato assegnato un punteggio binario (1 o 0, *dummy*), in base alla presenza o assenza di specifiche condizioni, come dettagliato di seguito.

Tabella 1.4. – *Macrocategorie della qualità della* disclosure *sull'informativa di sostenibilità*

Caratteristiche qualitative dell'informativa di sostenibilità		*Descrizione*
Rilevanza		Valuta la doppia materialità, verificando se è presente una spiegazione del processo di identificazione e valutazione dei temi materiali.
Rappresentazione fedele	***2.1 Completezza***	Misura il numero di pagine dedicate alla discussione delle informazioni di sostenibilità nei *report* annuali.
	2.2 Neutralità	Controlla la presenza di informazioni positive e incerte attraverso un'analisi del tono.
	2.3 Accuratezza	Verifica l'accuratezza dell'informativa confrontando il numero di tabelle e grafici rispetto al numero di immagini.
Comparabilità		Controlla se vi è un confronto con gli anni precedenti.
Verificabilità		Verifica se è presente un'*assurance* esterna fornita da terze parti.
Accessibilità		Valuta l'accessibilità delle informazioni, in termini di completezza e fruibilità delle informazioni per diversi *stakeholder*.

Fonte: elaborazione personale.

environmental reports of Italian cooperative banks: Methodological issues", in *Social and Environmental Accountability Journal*, 34(3), pp. 157-171; Carungu, J., Di Pietra, R., & Molinari, M. (2021), "Mandatory vs voluntary exercise on non-financial reporting: does a normative/coercive isomorphism facilitate an increase in quality?", in *Meditari Accountancy Research*, 29(3), pp. 449-476.

[60] Khandelwal, C., Kumar, S., & Verma, D. (2021), "Exploring financial risks disclosure: evidence from Indian listed companies", in *Qualitative research in financial markets*, 13(5), pp. 549-579.

La prima caratteristica considerata è la rilevanza (*relevance*), che misura la presenza di informazioni sulla doppia materialità. L'approccio della doppia materialità introdotto dagli ESRS richiede alle aziende di valutare l'*impact materiality* e la *financial materiality*, andando oltre gli Standard GRI, che hanno storicamente promosso un approccio alla materialità focalizzato sugli impatti dell'impresa sulla società e sull'ambiente [61]. Inoltre, lo studio di Camilleri (2018), illustrando le politiche nazionali degli stati membri dell'UE in materia di rendicontazione e divulgazione degli aspetti ESG, evidenzia come l'adozione di un processo di determinazione della materialità, integrato nel processo decisionale, gestionale e di rendicontazione, sia essenziale per migliorare la comprensione da parte degli *stakeholder* delle informazioni divulgate [62]. Un approccio strutturato alla materialità consente di garantire che le informazioni presentate nei bilanci di sostenibilità siano effettivamente significative e funzionali a supportare decisioni informate da parte degli utilizzatori. Per il criterio della rilevanza è stato quindi assegnato un valore pari a 1 alle imprese che, oltre ad aver dichiarato di adottare il principio della doppia materialità, hanno anche fornito una descrizione dettagliata delle fasi del processo di valutazione, esplicitano le definizioni applicate e seguono le linee guida degli ESRS. È stato, invece, assegnato un valore pari a 0 alle imprese che continuano a seguire un approccio tradizionale, applicando esclusivamente la materialità secondo il GRI, senza ancora applicare il principio di doppia materialità. Nel valutare questa caratteristica, l'obiettivo è determinare il livello di allineamento delle imprese ai nuovi standard europei in materia di sostenibilità, premiando le imprese che hanno già avviato volontariamente un percorso di adeguamento alla CSRD e agli ESRS.

La seconda macrocategoria considerata è la rappresentazione fedele. La caratteristica della rappresentazione fedele indica che il bilancio deve rappresentare fedelmente le operazioni di gestione sottostanti. In altri termini, le informazioni devono essere complete, neutrali e accurate. A tal proposito, questa caratteristica include tre sottocategorie per valutare rispettivamente la completezza, la neutralità e l'accuratezza delle informazioni.

In dettaglio, la completezza (*completeness*) misura il grado di copertura delle informazioni fornite dalle aziende. In letteratura, diverse ricerche hanno utilizzato la quantità di informazioni come variabile di completezza delle informazioni di

---

[61] Per approfondimenti, Devalle, A., & La Barbera, G. (2025), *Gli standard trasversali di sostenibilità ESRS 1 e 2. Doppia materialità, impatti e catena del valore nella disclosure ESG*, Eutekne, Torino.

[62] Camilleri, M.A. (2015), "Environmental, social and governance disclosures in Europe", in *Sustainability. Accounting, Management and Policy Journal*, 6 (2), pp. 224-242.

sostenibilità, basandosi sul presupposto che la quantità di divulgazione cattura anche la qualità o la trasparenza della divulgazione [63]. Considerando gli studi precedenti, in termini quantitativi, si considerano il numero di pagine dedicate ai contenuti di sostenibilità rispetto al totale. Questa variabile è stata calcolata rilevando manualmente, per ciascun documento, il numero di pagine relative esclusivamente alle informazioni di sostenibilità e il numero di pagine totali, rapportando successivamente i valori ottenuti. È stato assegnato un valore pari a 1 alle imprese con una percentuale di pagine dedicate alle informazioni di sostenibilità superiore alla media del campione, e 0 in caso contrario. Nel caso di documenti separati per le informazioni finanziarie e non finanziarie, il numero totale di pagine è stato ottenuto sommando le pagine di entrambi i documenti, mentre il numero di pagine relative solo alle informazioni di sostenibilità è stato considerato pari al totale di pagine del documento dedicato alla sostenibilità. L'obiettivo è valutare in che misura le imprese, nel complesso delle informazioni che divulgano, attribuiscono rilevanza alla sostenibilità, dedicando una quota significativa della loro *disclosure* ai temi ESG.

La neutralità (*neutrality*) implica che le informazioni contenute nella rendicontazione siano prive di distorsioni e non influenzate da pregiudizi o da qualsiasi intenzione di condizionare il giudizio degli *stakeholder*. A tal proposito, per valutare la neutralità è stata condotta un'analisi del tono delle *disclosure* aziendali, basata sul linguaggio utilizzato nei bilanci delle imprese, attraverso la rilevazione automatizzata del *software* Nvivo 14 [64]. Il tono nelle *disclosure* aziendali può essere più ottimista, più pessimista o neutro rispetto alla *performance* aziendale [65]. L'analisi è stata realizzata codificando le parole secondo lo schema di classificazione derivato dal dizionario del sentimento finanziario (*Financial Sentiment Dictionary*) di Loughran & McDonald (2016) [66]. Il software Nvivo 14 è stato utilizzato per conteggiare il numero di parole elencate nella categoria delle parole positive (*positive*) e il numero di parole elencate nella categoria delle parole

---

[63] Brammer, S., & Pavelin, S. (2008), "Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure", in *Business strategy and the environment*, 17(2), pp. 120-136; Cormier, D., Magnan, M., & Van Velthoven, B. (2005), "Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?", in *European accounting review*, 14(1), pp. 3-39; Helfaya, A., & Whittington, M. (2019), *op. cit.*; Tarquinio, L., & Posadas, S.C. (2020), "Exploring the term "non-financial information": An academics' view", in *Meditari Accountancy Research*, 28(5), pp. 727-749.

[64] Woolf, N.H., & Silver, C. (2018), *Qualitative Analysis Using NVivo – the Five-Level QDA Model*, Routledge.

[65] Beretta, V., Demartini, M.C., Lico, L., & Trucco, S., (2021), "A tone analysis of the non-financial disclosure in the automotive industry", in *Sustainability*, 13, 2132.

[66] Loughran, T., & McDonald, B. (2016), "Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey", in *Journal of Accounting Research*, 54, pp. 1187-230.

incerte (*uncertainty*). In letteratura è, infatti, noto che tendenzialmente l'informativa di sostenibilità tende ad avere un tono positivo, piuttosto che negativo o neutro [67]. Tuttavia, le aziende con scarse *performance* ESG tendono a usare un linguaggio incerto, più vago e meno sicuro, nei loro bilanci [68]. Per quantificare il livello di neutralità, è stata calcolata la differenza tra il numero di parole positive e il numero di parole incerte per ciascuna impresa. Se questa differenza risulta inferiore alla media del campione, significa che l'azienda ha utilizzato un tono più bilanciato e neutrale, evitando un linguaggio eccessivamente ottimistico o incerto. A queste imprese, è stato assegnato un valore pari a 1. Se la differenza è superiore alla media del campione, invece, è stato assegnato un valore pari a 0.

L'accuratezza delle informazioni (*accuracy*), infine, viene valutata in base al numero di tabelle e immagini presenti nei documenti di rendicontazione. Nel contesto della rendicontazione aziendale, un'informazione accurata non si limita alla quantità di dati forniti, ma anche alla loro qualità e presentazione, garantendo che le informazioni siano corrette, precise e prive di errori [69]. L'uso di alcuni elementi illustrativi, come tabelle e grafici, è considerato un indicatore di accuratezza, poiché contribuisce a rendere le informazioni più chiare, verificabili e facilmente interpretabili dagli *stakeholder* [70]. Le rappresentazioni visive dei dati, infatti, hanno un potere comunicativo efficace ed efficiente [71]. Questi riducono il rischio di ambiguità e semplificano l'analisi, evitando descrizioni testuali eccessivamente complesse o soggette a interpretazioni. In particolare, le tabelle strutturano i dati in modo sistematico, rendendo immediatamente fruibili i dettagli numerici, mentre i grafici aiutano a individuare tendenze e relazioni tra le variabili. Al contrario, un uso sproporzionato di fotografie nei *report* aziendali viene associato a pratiche di *greenwashing*, in quanto tende a enfatizzare l'impegno dell'azienda in ambito ESG senza fornire dati concreti, riducendo così la credibilità della *disclosure*. Le immagini sono spesso impiegate per distogliere l'attenzione da specifiche *performance* aziendali e creare un'immagine favorevole [72]. Per calcolare l'accuratezza nei documenti analizzati, è

---

[67] Bassyouny, H., Abdelfattah, T., & Tao, L. (2020), "Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective", in *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499.

[68] Baalouch, F., Ayadi, S.D., & Hussainey, K. (2019), "A study of environmental disclosure quality: evidence from French listed companies", in *Journal of Management and Governance*, 23(4), pp. 939-971.

[69] Stuart, A.C., Fuller, S.H., Heron, N.M., & Riley, T.J. (2022), *op. cit.*

[70] Helfaya, A., & Whittington, M. (2019), *op. cit.*

[71] Hrasky, S. (2012), "Visual disclosure strategies adopted by more and less sustainability-driven companies", in *Accounting Forum,* 36(3), pp. 154-165.

[72] Hrasky, S. (2012), *op. cit.*; Yang, X., Meng, W., & Chen, S. (2025), "Do images help? The impact of proenvironment photographs and graphs in environmental disclosures on investor perceptions and willingness to invest", in *Business Strategy and the Environment*.

stato utilizzato il *software* Nvivo 14, attraverso il quale sono stati conteggiati, mediante un'analisi testuale automatizzata, il numero di tabelle e il numero di immagini/figure presenti nei documenti. Sulla base di questa analisi, è stata assegnata una variabile binaria che assume valore 1 se il numero di tabelle supera quello delle immagini, e 0 in caso contrario. Questo approccio consente di valutare oggettivamente il livello di accuratezza nella presentazione dei dati, riducendo il rischio di manipolazioni visive volte a influenzare la percezione degli *stakeholder*.

La terza macrocategoria della qualità della *disclosure* di sostenibilità è la comparabilità (*comparability*), un elemento fondamentale per garantire l'utilità delle informazioni fornite agli *stakeholder*. Questa variabile misura la possibilità di confrontare i dati di sostenibilità nel tempo, consentendo un'analisi più approfondita delle *performance* aziendali [73]. Secondo la definizione contenuta negli ESRS, la comparabilità rappresenta una caratteristica dell'informazione che permette agli utilizzatori del bilancio di individuare differenze e similitudini tra due o più serie di dati riguardanti fenomeni analoghi. La comparabilità fa riferimento alla necessità da parte degli utilizzatori di comparare i bilanci di una stessa impresa nel tempo, monitorando i progressi e identificando eventuali criticità, e di più imprese nello spazio, garantendo agli investitori e agli *stakeholder* una visione più chiara della posizione relativa di ciascuna azienda nel proprio settore. La precisione e la continuità nella divulgazione delle informazioni di sostenibilità influiscono direttamente sulla percezione e sulla fiducia degli *stakeholder* [74], poiché dati frammentati o incoerenti nel tempo potrebbero compromettere la trasparenza aziendale e generare dubbi sulla credibilità dell'organizzazione. Per questo motivo, gli *standard setter* stanno lavorando per rafforzare la comparabilità delle informazioni di sostenibilità attraverso l'adozione di standard obbligatori, che definiscono formati e metriche uniformi per la rendicontazione ESG [75]. Alla luce di ciò, l'analisi ha valutato la comparabilità delle informazioni quantitative relative a specifici aspetti ambientali, come le emissioni di gas serra (GHG), con l'obiettivo di garantire una misurazione oggettiva, verificabile e confrontabile nel tempo. In particolare, è stata esaminata la coerenza e la continuità di questi dati nei due anni considerati per ciascuna impresa. La decisione di focalizzarsi esclusivamente sugli aspetti ambientali deriva dalla

[73] Stuart, A.C., Fuller, S.H., Heron, N.M., & Riley, T.J. (2022), *op. cit.*

[74] Zahller, K., Arnold, V., & Roberts, R.W. (2015), "Using CSR disclosure quality to develop social resilience to exogenous shocks: a test of investor perceptions", in *Behavioral Research in Accounting*, 27(2), pp. 155-177.

[75] Ali, I., Fukofuka, P.T., & Narayan, A.K. (2023), "Critical reflections on sustainability reporting standard setting", in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(4), pp. 776-791.

loro crescente rilevanza nei profili ESG, in risposta all'urgenza di affrontare i rischi climatici e al loro impatto sul sistema economico e finanziario [76]. La scarsa qualità, coerenza e disponibilità dei dati ambientali, come le emissioni di gas serra, ostacola la trasparenza e l'affidabilità degli indicatori ambientali [77]. Per misurare questa variabile, è stato assegnato un valore pari a 1 se l'azienda fornisce i dati comparabili su queste metriche per entrambi gli anni analizzati, non solo riportando i valori, ma anche spiegando le ragioni di eventuali variazioni e assicurando che i dati fossero misurati con la stessa metodologia. In assenza di tali criteri, è stato attribuito un valore pari a 0. L'analisi si concentra esclusivamente sulla comparabilità temporale e non su quella spaziale, poiché le imprese considerate sono soggette all'obbligo di rendicontazione secondo la CSRD dal 1° gennaio 2025. Di conseguenza, per gli anni analizzati, le aziende hanno potuto scegliere liberamente quali *framework* di sostenibilità adottare (GRI, SASB o TCFD, o approcci personalizzati), determinando un'eterogeneità nelle modalità di rendicontazione. Questa mancanza di uniformità avrebbe reso difficoltoso un confronto tra imprese, poiché eventuali discrepanze nei dati potrebbero derivare dalle diverse metodologie adottate. Per questo motivo, la valutazione della comparabilità si è concentrata sul confronto temporale, verificando la coerenza della *disclosure* di ciascuna impresa nel tempo.

La quarta caratteristica è la verificabilità (*verifiability*), che si riferisce alla presenza di un'*assurance* esterna fornita da un soggetto indipendente. Diversi studi in letteratura evidenziano una correlazione positiva tra verificabilità esterna e qualità della divulgazione, sottolineando come la presenza di un revisore indipendente contribuisca a migliorare la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni di sostenibilità [78]. La verificabilità implica che osservatori competenti e indipendenti possano giungere a un accordo, almeno parziale, sulla fedeltà della rappresentazione di una determinata informazione. L'attestazione da parte di un terzo indipendente e l'adozione di un rigoroso processo di verifica aumentano la credibilità dell'informativa di sostenibilità, rafforzando la fiducia degli *stakeholder* [79]. L'*assurance* migliora anche la comparabilità e la coerenza delle informazioni nel tempo, poiché l'identificazione di errori nel periodo

---

[76] Bernardini, E., Fanari, M., Foscolo, E., & Ruggiero, F. (2024), "Environmental data and scores: Lost in translation", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(5), pp. 4796-4818.

[77] Papadopoulos, G. (2022), "Discrepancies in corporate ghg emissions data and their impact on firm performance assessment", in *Technical report*, Joint Research Centre, European Commission.

[78] Stuart, A.C., Fuller, S.H., Heron, N.M., & Riley, T.J. (2022), *op. cit.*

[79] Santamaria, R., Paolone, F., Cucari, N., & Dezi, L. (2021), "Non-financial strategy disclosure and environmental, social and governance score: insight from a configurational approach", in *Business Strategy and the Environment*, 30(4), pp. 1993-2007.

corrente porta a miglioramenti nei *report* e alla riesposizione delle informazioni relative ai periodi precedenti [80]. Per misurare questa variabile, è stata verificata la presenza di una (*limited) assurance* rilasciata da un soggetto terzo indipendente sull'informativa di sostenibilità. È stato assegnato un valore pari a 1 in caso di presenza di un'*assurance* esterna e 0 in caso di assenza. Questo approccio consente di valutare il grado di allineamento delle imprese alla nuova normativa, fornendo una misura oggettiva del livello di trasparenza e affidabilità della rendicontazione di sostenibilità.

Infine, è stata valutata l'accessibilità dell'informativa di sostenibilità (*accessibility*), intesa come la capacità degli utenti di reperire facilmente le informazioni necessarie [81]. In letteratura è ampiamente riconosciuto che la divulgazione congiunta delle informazioni finanziarie e non finanziarie in un unico documento migliori la trasparenza, offrendo agli *stakeholder* una base più solida per prendere decisioni informate [82]. Per misurare questa variabile, è stato assegnato un valore pari a 1 nei casi in cui tutte le informazioni sono reperibili all'interno di un unico documento e 0 qualora sia necessario consultare un documento separato contenente esclusivamente le informazioni di sostenibilità. Questo criterio consente di valutare l'allineamento delle aziende alle nuove disposizioni normative e alle *best practice* di *reporting* integrato, contribuendo a una maggiore trasparenza e fruibilità dell'informativa di sostenibilità.

Una volta calcolate tutte le variabili, lo *score* sulla qualità dell'informativa di sostenibilità (*Quality Disclosure Score*) è stato determinato come la media aritmetica dei valori ottenuti per ciascuna dimensione considerata nell'analisi. A tutte le dimensioni è stato attribuito lo stesso peso nel calcolo dello *score* finale, fornendo un indicatore sintetico della qualità complessiva della *disclosure* di sostenibilità. Di conseguenza, il punteggio riflette il livello medio di conformità ai criteri analizzati, con valori compresi in un intervallo predefinito tra 0 e 1.

1.5.2.2. Performance *ESG*

Considerando la relazione tra la qualità della *disclosure* di sostenibilità e le *performance* ESG delle imprese, oggetto di studio, la principale variabile

[80] Stuart, A.C., Fuller, S.H., Heron, N.M., & Riley, T.J. (2022), *op. cit.*

[81] Veltri, S., Cristiano, E., & Ferraro, O. (2023), "Examining the quality of the consolidated mandatory non-financial statements of a cooperative banking group: A longitudinal analysis", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), pp. 1573-1587.

[82] Gerwanski, J., Kordsachia, O., & Velte, P. (2019), "Determinants of materiality disclosure quality in integrated reporting: Empirical evidence from an international setting", in *Business Strategy and the Environment*, 28(5), pp. 750-770.

dipendente dello studio è *ESG Score*. I dati sulle *performance* ESG (*ESG Score*) sono stati raccolti utilizzando il database LSEG *Data & Analytics* (precedentemente noto come Refinitiv), per gli anni 2022 e 2023, come adottato nella letteratura di riferimento [83]. Il valore dell'indicatore ESG *Score* offre una valutazione attuale e storica della *performance* ESG di un'azienda, analizzandone l'impegno e l'efficacia su dieci temi chiave in ambito ambientale (uso delle risorse, emissioni, innovazione ambientale dei prodotti), sociale (lavoratori, diritti umani, comunità e responsabilità di prodotto), *governance* (*management*, azionariato, strategia CSR). Il valore attribuito misura la *performance* ESG aziendale attraverso informazioni pubblicamente disponibili, tenendo conto della materialità settoriale e delle differenze dimensionali tra le aziende [84].

I valori di *performance* ESG si articolano in un punteggio complessivo, che a sua volta si suddivide in sub-punteggi (*pillar*), riconducibili rispettivamente all'aspetto ambientale, sociale e *governance*, basati su oltre 300 indicatori specifici applicati alle circostanze uniche di ogni azienda. Per i punteggi relativi alle dimensioni ambientale e sociale, i pesi delle categorie variano in base al settore, mentre per la *governance* rimangono costanti per tutte le industrie. A tal proposito, questa variabile è stata ulteriormente analizzata attraverso le sue componenti principali:

- *performance* ambientale (*Environmental Score*);
- *performance* sociale (*Social Score*), e
- *performance* di *governance* (*Governance Score*).

1.5.2.3. *Variabili di controllo*

Si includono variabili di controllo per tenere conto di alcuni fattori che possono influenzare la *performance* ESG delle imprese. Come suggerito dalla letteratura [85], tra le variabili di *governance*, sono state selezionate le seguenti:

---

[83] Akbas, F., Markov, S., Subasi, M., & Weisbrod, E. (2018), "Determinants and consequences of information processing delay: evidence from the Thomson Reuters institutional brokers'estimate system", in *Journal of Financial Economics*, 127(2), pp. 366-388; Larcker, D.F., Pomorski, L., Tayan, B., & Watts, E.M. (2022), *ESG ratings: A Compass without direction*, in Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming.

[84] Per approfondimenti si veda LSEG, *Environmental, Social and Governance scores from LSEG* (2024), disponibile su: https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf.

[85] Li, R., Wu, H., Zhang Y., & Li, H. (2024), "Strategic tone management in ESG reports and ESG risk", in *International Review of Financial Analysis*, 96, 103618; Velte, P. (2023), *cit.*; Wang, Y., Lin, Y., Fu, X., & Chen, S. (2023), "Institutional ownership heterogeneity and ESG performance: Evidence from China", in *Finance Research Letters*, 51, 103448.

Board Size, che indica il numero totale di membri del consiglio di amministrazione; *Board Diversity*, che rappresenta la percentuale di donne nel consiglio di amministrazione; *Board Independence*, che indica il numero di membri indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione; *Sustainability committee*, che riflette la presenza di un comitato a livello del consiglio di amministrazione o del *senior management*, responsabile della strategia di CSR. In particolare, alla variabile *Sustainability committee* è stato assegnato un valore pari a 1 se presente almeno un comitato CSR, 0 in caso contrario. Tutte queste variabili sono state raccolte da LSEG per entrambi gli anni di riferimento.

Come variabili economico-finanziarie, sono state considerate: *Leverage*, che misura il livello di indebitamento dell'impresa; il *Return on Assets* (ROA), che riflette la redditività dell'impresa; *Total assets*, che rappresenta la dimensione dell'impresa della quale ne è stato calcolato il logaritmo naturale (*ln*); *Tangibility*, che rapporta le attività materiali con attività totali [86].

In relazione alla struttura proprietaria, sono state considerate le variabili: *Blockholder* e *Institutional Ownership*. In linea con studi precedenti [87], è stata analizzata la presenza di una struttura proprietaria diffusa, identificata principalmente dalla presenza di investitori con una quota superiore al 5% (*blockholder*). Alla variabile *Blockholder* è stato assegnato un valore compreso tra 0 e 5, in funzione del numero di azionisti rilevanti. Un valore pari a 0 indica l'assenza di *blockholder*, un valore pari a 1 si riferisce a un solo *blockholder*. A seguire, un valore pari a 2 fa riferimento a due *blockholder*; similmente per il 3 e il 4, mentre il 5 è relativo alla presenza di almeno 5 o più *blockholder*. Considerata l'influenza riconosciuta degli investitori istituzionali sulle *performance* ESG, è stata inoltre valutata la loro presenza nella struttura proprietaria, attribuendo 0 in assenza, 1 in caso contrario [88]. In entrambi i casi, i dati sono stati estratti da FactSet.

È stata considerata la sensibilità ambientale del settore di riferimento

---

[86] Berkman, H., Jona, J., & Soderstrom, N. (2024), "Firm-specific climate risk and market valuation", in *Accounting, Organizations and Society*, 112, 101547; Champagne, C., Coggins, F., & Sodjahin, A. (2022), "Can extra-financial ratings serve as an indicator of ESG risk?", in *Global Finance Journal*, 54, 100638; Kouloukoui, D., de Oliveira Marinho, M.M., da Silva Gomes, S.M., Kiperstok, A., & Torres, E.A. (2019), "Corporate climate risk management and the implementation of climate projects by the world's largest emitters", in *Journal of Cleaner Production*, 238, 117935.

[87] Rossetto, S., Selmane, N., & Staglianò, R. (2023), "Ownership concentration and firm risk: The moderating role of mid-sized blockholders", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 50, pp. 377-410.

[88] Gillan, S.L., Koch, A., & Starks, L.T. (2021), "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance", in *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889; Wei, L., & Chengshu, W. (2024), "Company ESG performance and institutional investor ownership preferences", in *Business Ethics, the Environment & Responsibility,* 33(3), pp. 287-307.

(*Environmentally sensitive industry*) per ciascuna impresa. Seguendo la letteratura esistente [89], è stata adottata una variabile binaria che assume un valore pari a 1 se l'impresa appartiene a un settore sensibile all'ambiente e 0 in caso contrario. La classificazione dei settori è stata ottenuta da LSEG, secondo la classificazione GICS [90]. La sensibilità ambientale può essere identificata attraverso la revisione della letteratura, che permette di individuare i settori più esposti a tematiche ambientali [91]. In linea con gli studi precedenti [92], quindi, sono stati considerati settori sensibili all'ambiente i settori delle telecomunicazioni, dei beni voluttuosi, dell'energia, dell'industria, della manifattura e dei beni pubblici.

Per un riepilogo schematico delle fonti e definizioni delle variabili trattate, si rimanda alla Tabella 1.5.

Tabella 1.5. – *Variabili*

Variabili	*Fonte*	*Definizione*
Dipendente		
ESG Score	LSEG	Punteggio riferito alla *performance* ambientale, sociale e di *governance*.
Indipendente		
Quality Disclosure Score	Raccolta manuale/ Nvivo14 ed elaborazione degli autori [93]	*Score* di qualità della *disclosure*, basato sui criteri della qualità della *disclosure*.
Controlli		
Sustainability Committee	LSEG	Rappresenta la presenza di un comitato a livello di Consiglio di amministrazione o di *senior management* responsabile delle decisioni sulla strategia CSR. Il valore è pari a 1 se è presente almeno un comitato CSR, altrimenti è pari a 0.

[89] Fontana, S., D'Amico, E., Coluccia, D., & Solimene, S. (2015), "Does environmental performance affect companies' environmental disclosure?", in *Measuring Business Excellence*, 19(3), pp. 42-57; Panfilo, S., & Krasodomska, J. (2022), "Climate change risk disclosure in Europe: The role of cultural-cognitive, regulative, and normative factors", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 226-253.

[90] Si rimanda al paragrafo 1.5.1.

[91] Deegan, C., Rankin, M. & Tobin, J. (2002), *op. cit.*

[92] Deegan, C., Rankin, M. & Tobin, J. (2002), *op. cit.*; Fontana, S., D'Amico, E., Coluccia, D., & Solimene, S. (2015), *op. cit.*; Salama, A., Dixon, R. & Habbash, M. (2012), "An examination of environmental disclosure in UK corporate annual reports", in *Journal of Accounting, Business & Management*, 19(1), pp. 19-42.

[93] Si rimanda al paragrafo 1.5.3.2.

Variabili	*Fonte*	*Definizione*
Board Gender Diversity	LSEG	Percentuale di donne nel Consiglio di amministrazione.
Board Size	LSEG	Numero totale dei membri del Consiglio di amministrazione alla fine dell'anno fiscale.
Board Independence	LSEG	Percentuale di membri indipendenti del Consiglio di amministrazione.
ROA	Factset ed elaborazione degli autori	Utile netto rapportato alle attività totali.
Total Asset	Factset	Logaritmo naturale delle attività totali.
Leverage	Factset ed elaborazione degli autori	Debito totale rapportato alle attività totali.
Tangibility	Factset ed elaborazione degli autori	Valore delle proprietà, impianti e attrezzature rapportato alle attività totali.
Blockholder	Factset ed elaborazione degli autori	Numero di azionisti rilevanti con almeno il 5% delle azioni (*blockholder*).
Institutional Ownership	Factset ed elaborazione degli autori	Presenza di investitori istituzionali nella struttura azionaria. Il valore è pari a 1 se è presente almeno un investitore istituzionale nella proprietà; altrimenti, è pari a 0.
Environemntally sensitive industry	LSEG e elaborazione degli autori	Classificazione dei settori secondo due categorie: aziende sensibili all'ambiente e aziende meno sensibili all'ambiente. Il valore è pari a 1 se le aziende appartengono alla prima categoria, altrimenti 0.

Fonte: elaborazione personale.

1.5.3. *Modello di regressione*

Per testare l'associazione tra qualità della *disclosure* di sostenibilità e la *performance* ESG, è stato impostato il seguente modello di regressione lineare:

$$ESG\ Score_{it} = B_0 + B_1 Quality\ Disclosure\ Score_{it} + B_x Control\ Variables_{it} + \varepsilon_{it}$$

L'obiettivo di questo modello è verificare se la qualità della *disclosure* (*Quality Disclosure Score*) influenza la *performance* ESG dell'impresa (*ESG Score*). Nel modello, ε denota il residuo e rappresenta la parte della variabile endogena che non è spiegata dai regressori.

Le variabili *ESG Score, Quality Disclosure Score*, *ROA* e *Leverage* sono state winsorizzate ad un livello di 1,99 poiché presentavano dei valori anomali che avrebbero distorto i risultati del modello.

Sono stati considerati effetti fissi per anno [94]. Il modello a effetti fissi fornisce un metodo robusto per controllare le caratteristiche non osservate e variabili nel tempo degli individui, migliorando l'accuratezza delle stime per le variabili di interesse. Il modello è stato controllato per il periodo (anno) includendo effetti fissi per ciascun anno del campione. Questo permette di catturare eventuali impatti macroeconomici, cambiamenti normativi e altre dinamiche che potrebbero aver influenzato il contesto generale in cui operano le imprese.

1.5.4. *Statistiche descrittive sulla qualità della* disclosure *di sostenibilità e sulla* performance *ESG*

Nei paragrafi successivi sono presentate le statistiche descrittive relative alle variabili incluse nel modello econometrico.

Statistiche descrittive sulla qualità della disclosure relativa all'informativa non finanziaria

L'analisi delle statistiche descrittive relative allo *score* sulla qualità della *disclosure* dell'informativa di sostenibilità (*Quality Disclosure Score*) nel 2023 mostra un valore medio di circa 66.24. Il valore minimo di 28.57 evidenzia la presenza di aziende con una qualità della *disclosure* relativamente bassa rispetto al massimo di 100, il quale indica che alcune imprese raggiungono un adeguato livello di *disclosure*.

Esaminando le macro-caratteristiche che definiscono la qualità della disclosure, emergono differenze significative tra i diversi aspetti della *disclosure*. *Accuracy* registra il punteggio medio più elevato, pari a 91.02. Nel dettaglio, l'accuratezza presenta un valore medio di tabelle pari a 54, mentre da un valore medio di immagini pari a 15. Tuttavia, la presenza di valori minimi pari a 0 indica che alcune imprese non presentano nessuna delle due rappresentazioni visive di dati. Altre due variabili, quali *comparability* e *verifiability,* registrano punteggi medi elevati, rispettivamente pari a 86.12 e 84.49. Tali risultati suggeriscono che le informazioni fornite dalle imprese tendono ad essere confrontabili e verificate.

[94] Ji, J., Peng, H., Sun, H., & Xu, H. (2021), "Board tenure diversity, culture and firm risk: Cross-country evidence", in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101276.

Dall'altro lato, *relevance* è la componente con il punteggio medio più basso, pari a 38.37 poiché riscontra la presenza della determinazione dei temi materiali secondo un approccio di doppia materialità, come stabilito dagli ESRS. Tuttavia, poiché le imprese analizzate rientrano tra i soggetti obbligati alla rendicontazione secondo i nuovi standard solo a partire dal 1° gennaio 2025, nel 2023 l'adozione di questo nuovo approccio non è ancora sistematica. Conseguentemente, molte aziende non hanno ancora implementato in modo strutturato il principio di doppia materialità. Infatti, analizzando la deviazione standard (48,72), si nota come vi sia un'elevata variabilità dei risultati. Tale aspetto evidenzia come vi sia ancora incertezza nell'implementazione del principio di doppia materialità. Anche *completeness* e *neutrality* presentano medie simili, circa pari a 53, suggerendo che la *disclosure*, in diversi casi, potrebbe non essere ancora del tutto esaustiva e bilanciata. In particolare, nel 2023 il numero medio totale di pagine dei documenti unici analizzati è pari a 308. La percentuale media di pagine dedicate alla sostenibilità sul totale è del 46,1%. Inoltre, la presenza di valori minimi pari a 0 suggerisce che le imprese potrebbero non essere ancora orientate ad una divulgazione completa delle informazioni. Per quanto riguarda la neutralità, nel 2023 il numero medio di parole con tono positivo è pari a 2668 su un valore massimo di 6704. Il numero medio di parole connesse all'incertezza è invece pari a 1535 su un valore massimo pari a 3619. Questi risultati suggeriscono che le imprese tendono ancora a utilizzare un tono non del tutto imparziale nella rendicontazione delle informazioni di sostenibilità. Infine, *accessibility* mostra una media pari a 57.55, indicando che, sebbene molte imprese rendano disponibile l'informativa di sostenibilità, la fruibilità dell'informazione non sempre è ottimale a causa della presenza di documenti separati.

L'analisi delle statistiche descrittive dei risultati relativi alla medesima variabile ma per l'annualità 2022 evidenzia alcune differenze significative tra le diverse dimensioni misurate. Lo *score* relativo alla qualità presenta una media pari a 60.93. Tuttavia, il valore minimo si discosta notevolmente (14.29) suggerendo che alcune imprese forniscono un'informativa di qualità significativamente inferiore rispetto ad altre aziende appartenenti allo stesso campione. Il valore massimo di 100 dimostra che esistono aziende con un livello di qualità ottimale. *Relevance* mostra una media pari a 11.84. Questi risultati, soprattutto se comparati rispetto all'anno successivo, mostrano che solo un numero inferiore di imprese ha adottato un approccio basato sulla doppia materialità. Considerando che la CSRD, pubblicata nel 2022, prevede una *roadmap* di adozione graduale nel tempo, si può confermare la coerenza dei risultati ottenuti. Per quanto riguarda la completezza (*completeness*) e la neutralità (*neutrality*), entrambe presentano una media simile, pari rispettivamente a 53.06 e 54.29. Il fatto che il valore minimo

sia 0 indica che alcune aziende forniscono dati del tutto incompleti, quindi esclusivamente di carattere finanziario, o non neutrali, mentre altre raggiungono il valore di 100, evidenziando una forte disomogeneità nella completezza della rendicontazione. Nel dettaglio, il numero totale di pagine dei report annuali risulta pari a 295 nel 2022. Un aspetto particolarmente interessante è la percentuale di pagine dedicate a contenuti di sostenibilità, pari a 41.22% nel 2022. Questo potrebbe riflettere un crescente interesse per le tematiche di sostenibilità e altre informazioni qualitative che vanno oltre i dati puramente finanziari. Relativamente alla neutralità delle informazioni, invece, il numero di parole positive risulta pari a 2516, mentre il numero di parole incerte è di 1449. *Accuracy* si distingue per la media più elevata tra tutti gli indicatori, pari a 90.20, suggerendo che, nella maggior parte dei casi, i dati ESG riportati sono presentati attraverso rappresentazioni visive che li rendono chiare, verificabili e facilmente interpretabili dagli *stakeholder*. Il numero medio di tabelle del 2022 è, infatti, pari a 50, mentre il numero medio di immagini risulta essere di 13. Le variabili relative alla comparabilità e verificabilità presentano medie piuttosto elevate, rispettivamente 81.63 e 78.37. La variabile relativa all'accessibilità presenta un valore medio pari a 57.14. Tuttavia, i valori minimi pari a 0 suggeriscono che alcune aziende non garantiscono la comparabilità dell'informativa, la verificabilità o l'accessibilità dei dati ESG, mentre i valori massimi di 100 indicano che altre aziende riescono a soddisfare pienamente questi criteri.

Per valutare l'andamento della principale variabile indipendente, è fondamentale confrontare le diverse annualità. La variabile relativa alla qualità della *discosure* di sostenibilità presenta un incremento sia in termini di valori medi, sia in termini di valori minimi. Il principale incremento è stato riscontrato nella variabile *relevance*, il quale, di conseguenza ha guidato in modo significativo la crescita dell'indicatore generale sulla qualità. La forte variabilità tra aziende suggerisce però che il processo non è uniforme e che alcune imprese non hanno ancora implementato un processo di determinazione dei temi materiali basati sulla doppia prospettiva. Per quanto riguarda il numero di pagine e la percentuale di pagine dedicata ai contenuti ESG, emerge un incremento complessivo e uniforme. In particolare, questo incremento indica una crescente attenzione verso una rendicontazione aziendale più orientata agli aspetti qualitativi, probabilmente in risposta a nuove regolamentazioni o a una maggiore attenzione da parte degli investitori e del pubblico. L'espansione della dimensione dei report ha, di conseguenza, determinato un incremento sia nell'uso di parole a connotazione positiva, sia di termini associati all'incertezza. Infine, per quanto riguarda il numero di immagini e di tabelle presenta un andamento in crescita. Per gli aspetti legati alla comparabilità, verificabilità e accessibilità, si registra un miglioramento del valore medio che suggerisce un progressivo allineamento

alle *best practice* di rendicontazione. A supporto di queste evidenze, è stato condotto il test *t di Student*. I risultati confermano che le dimensioni *relevance, completeness, accuracy, comparability, verifiability* e *accessibility* esercitano un effetto positivo e significativo sullo *score* complessivo, mentre l'impatto della *neutrality* appare meno evidente.

Pertanto, i dati del 2023 mostrano un miglioramento generale della qualità delle informazioni ESG, con progressi soprattutto in termini di rilevanza, verificabilità e comparabilità. Tuttavia, la forte eterogeneità tra le imprese rimane un elemento critico, evidenziando la necessità di ulteriori affinamenti per garantire una maggiore uniformità e trasparenza nella rendicontazione di sostenibilità.

La seguente Tabella 1.6 presenta i risultati delle statistiche descrittive della variabile dipendente.

Tabella 1.6. – *Statistiche descrittive della variabile indipendente*

Biennio 2022-2023					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
Quality Disclosure Score	490	63.586	16.613	14.286	100
Relevance	490	25.102	43.404	0	100
Completeness	490	53.061	49.957	0	100
Neutrality	490	53.673	49.916	0	100
Accuracy	490	90.612	29.196	0	100
Comparability	490	83.878	36.811	0	100
Verifiability	490	81.429	38.927	0	100
Accessibility	490	57.347	49.508	0	100
2023					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
Quality Disclosure Score	245	66.239	16.428	28.571	100
Relevance	245	38.367	48.728	0	100
Completeness	245	53.061	50.008	0	100
Neutrality	245	53.061	50.008	0	100
Accuracy	245	91.02	28.647	0	100
Comparability	245	86.122	34.642	0	100
Verifiability	245	84.49	36.274	0	100
Accessibility	245	57.551	49.528	0	100

2022					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
Quality Disclosure Score	245	60.933	16.405	14.286	100
Relevance	245	11.837	32.37	0	100
Completeness	245	53.061	50.008	0	100
Neutrality	245	54.286	49.918	0	100
Accuracy	245	90.204	29.787	0	100
Comparability	245	81.633	38.801	0	100
Verifiability	245	78.367	41.258	0	100
Accessibility	245	57.143	49.588	0	100

Fonte: elaborazione personale.

Statistiche descrittive sulle performance ESG

L'analisi delle statistiche descrittive relative alla variabile dipendente *performance* ESG (ESG *Score*) mostra che il valore medio è pari a 75.34, suggerendo che, in generale, le imprese del campione tendono a conseguire un buon punteggio in termini di *performance* ambientale, sociale e di *governance*. Tuttavia, il valore minimo di 15.72 indica la presenza di alcune imprese con una *performance* ESG in relazione notevolmente più bassa, segnalando una certa eterogeneità del campione. Il valore massimo di 95.34 evidenzia che alcune aziende raggiungono ottimi livelli in termini di *performance* ESG, avvicinandosi al valore massimo dello *score* pari a 100. Tale variabile può essere scomputata sulla base dei *pillar* ESG. Riguardo la *performance* ambientale (*Environmental Score*), la variabile presenta un valore medio di 75.19, pressocché simile alla media della *performance* ESG, ma con una variabilità del dato leggermente maggiore, come suggerito dalla deviazione *standard* più elevata. Il valore minimo pari a zero segnala la presenza di imprese che mostrano un'assente sensibilità verso le pratiche ambientali, mentre il valore massimo sfiora i 99 punti, indicando la presenza di imprese con un risultato di rilievo. La *performance* sociale (*Social Score*) registra la media più alta, pari a 79.21, suggerendo che, in generale, le imprese del campione risultano più sensibili in relazione agli aspetti legati alla responsabilità sociale. Tuttavia, la presenza di un valore minimo di 4.35 conferma l'esistenza di aziende con livelli molto bassi di *performance* sociale. Il valore massimo di 97.71 indica invece che alcune imprese ottengono punteggi molto elevati anche da questo punto di vista. Infine, la *performance* di *governance* (*Governance Score*) ha una media più bassa rispetto agli altri punteggi, pari a 69.14. Questo suggerisce che, rispetto alla *per-*

formance ambientale e sociale, la *governance* tende ad avere un punteggio relativamente inferiore nel campione analizzato, presumibilmente dovuto ad una minore considerazione di questa tematica. Anche tal caso, esiste una certa variabilità, con un valore minimo di 14.42 e un massimo di 98.75, segnalando una forte differenza tra imprese con una *governance* debole e altre con una *governance* notevolmente più strutturata.

Per ottenere risultati più granulari, si è proceduto con lo scomputo delle variabili sulla base degli anni oggetto di analisi. L'analisi delle statistiche descrittive dell'*ESG Score* per il 2023 mostra un valore medio pari a 74.97, un valore minimo pari a 18.27 e un valore massimo di 94.37. La *performance* ambientale presenta una media di 75.03, molto vicina a quella dell'ESG *Score* generale. Il valore minimo è 0.81 mentre il valore massimo è pari a 98.30. Per quanto riguarda la *performance* sociale, la media è di 78.80, il valore minimo è pari a 5.33 mentre il valore massimo è pari a 97.71. Da un punto di vista di *governance*, si registra la media più bassa tra le tre componenti, pari a 68.59, con valore minimo pari a 14.42 e valore massimo di 96.60. Ripetendo l'analisi per il 2022 le statistiche descrittive dell'ESG *Score* mettono in luce un valore medio pari a 75.70, un valore minimo pari a 15.72 e un valore massimo di 95.34. La *performance* ambientale presenta una media di 75.36, con valore minimo di 0 e valore massimo di 98.56. Per quanto riguarda la *performance* sociale, la media è di 79.62, il valore minimo è pari a 4.35, mentre il valore massimo è pari a 97.66. Da un punto di vista di *governance*, si registra la media più bassa tra le tre componenti, pari a 69.68, con valore minimo pari a 15.80 e valore massimo di 98.75.

Comparando i due singoli anni, si nota una flessione della *performance* ESG complessiva. La media dell'*ESG Score* si riduce lievemente, suggerendo un calo dell'impegno delle imprese verso le tematiche ambientali, sociali e di *governance*. Tuttavia, il valore minimo è aumentato, segnalando un miglioramento tra le imprese con le *performance* più basse, sebbene vi sia stata anche una lieve flessione relativamente il valore massimo si è leggermente abbassato. Per quanto riguarda la *performance* ambientale, i punteggi rimangono relativamente stabili, con una diminuzione della media. Il valore minimo è aumentato di circa tre punti percentuali, risultato interpretabile come sintomo di buon auspicio relativamente all'attenzione delle imprese verso le tematiche ambientali. Anche la *performance* sociale presenta una lieve flessione della media, pur rimanendo la componente ESG con i punteggi più alti. Il valore minimo è aumentato, segnalando un miglioramento delle aziende con le *performance* più basse, mentre il massimo è rimasto pressocché invariato. La *performance* di *governance* invece presenta un trend leggermente in calo nel corso dei due anni. La Tabella 1.7 presenta i risultati delle statistiche descrittive della variabile dipendente.

Tabella 1.7. – *Statistiche descrittive della variabile dipendente*

Biennio 2022-2023					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
ESG Score	490	75.335	11.342	15.72	95.337
Environmental Score	490	75.193	16.752	0	98.556
Social Score	490	79.209	13.736	4.353	97.708
Governance Score	490	69.136	17.865	14.417	98.751
2023					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
ESG Score	245	74.97	11.146	18.272	94.366
Envirnmental Score	245	75.029	16.547	.806	98.299
Social Score	245	78.802	13.723	5.327	97.708
Governance Score	245	68.589	18.185	14.417	96.595
2022					
Variabile	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
ESG Score	245	75.7	11.546	15.72	95.337
Environmental Score	245	75.356	16.987	0	98.556
Social Score	245	79.617	13.764	4.353	97.66
Governance Score	245	69.683	17.56	15.805	98.751

Fonte: elaborazione personale.

Statistiche descrittive sulle variabili di controllo

Per quanto riguarda i controlli del modello, di seguito sono presentati i risultati delle statistiche descrittive. La variabile che conferma l'assenza o la presenza di un comitato di sostenibilità (*Sustainability Committee*) mette in luce che in media, il 97,1% delle imprese del campione dispone di tale comitato. Il *Return on Assets* (ROA) presenta una media del 4,91%, ma è caratterizzato da un'ampia variabilità, con un valore minimo di –10,59% e un massimo di 24,13%. La variabile *Total Asset* presenta un valore medio di 10,42, ma anche in tal caso i valori minimi e massimi indicano significative differenze nelle dimensioni aziendali del campione. Per quanto concerne l'indebitamento (*Leverage*), la media è 3,44, un valore del tutto in regola per un campione di imprese quotate. Tuttavia, si osserva un valore massimo di 14,73, suggerendo che alcune aziende sono fortemente indebitate. La rigidità degli investimenti presenta un valore medio del 25,08%, il che mette in luce come alcune imprese abbiano una

struttura patrimoniale che si basa prevalentemente su investimenti di natura corrente. Relativamente alla prospettiva della *governance*, il Consiglio di amministrazione presenta in media una composizione caratterizzata al 64,62% da amministratori indipendenti, evidenziando che alcune imprese dipendono in maniera prevalente da tali figure. La diversità di genere nel consiglio ha una media del 38,38%, con un minimo di 10% e un massimo di 66,67%, segnalando una composizione femminile ancora limitata. Infine, la dimensione del consiglio è mediamente di 12 membri, con un minimo di 4 e un massimo di 22. Da un punto di vista di assetti proprietari, la variabile *Blockholder* presenta che in tutte le imprese del campione vi è almeno un azionista che detiene a sua volta almeno il 5% del capitale. Infine, in media il 35,1% delle imprese presenta un azionariato caratterizzato dalla presenza di investitori istituzionali.

La variabile *Environmentally sensitive industry* ha una media di 0,767, suggerendo che molte aziende operano in settori moderatamente sensibili a temi di sostenibilità o regolamentazioni specifiche. Poiché la variabile è binaria, il valore medio mette in luce che la maggior parte delle imprese appartenenti al campione presenta una forte sensibilità all'ambiente.

La successiva Tabella 1.8 presenta le statistiche descrittive di queste variabili.

Tabella 1.8. – *Statistiche descrittive delle variabili di controllo*

Variable	*N*	*Media*	*Std. Dev.*	*Min*	*Max*
Sustainability Comm.	490	.971	.167	0	1
ROA	490	4.908	5.256	– 10.587	24.127
Total Asset	490	10.416	1.209	7.902	14.258
Leverage	490	3.441	2.038	1.132	14.73
Tangibility	490	25.08	17.094	.002	70.729
Board Independence	490	64.617	21.922	0	100
Board Gender Divers.	490	38.384	8.549	10	66.667
Board Size	490	12.084	3.427	4	22
Blockholder	490	1.671	1.242	0	5
Institutional Ownersh.	490	.351	.478	0	1
Environmentally sensitive industry	490	.767	.423	0	1

Fonte: elaborazione personale.

1.5.5. *La relazione tra la qualità della* disclosure *di sostenibilità e le* performance *ESG*

Nell'analisi dei dati, la verifica delle assunzioni alla base del modello di regressione è un passaggio essenziale per garantire l'affidabilità e la robustezza delle stime. Tra i diversi strumenti di diagnostica, il coefficiente di correlazione di Pearson rappresenta un metodo efficace per esaminare le relazioni lineari tra le variabili indipendenti e individuare possibili problemi di multicollinearità. Pertanto, il calcolo delle correlazioni di Pearson costituisce un test preliminare utile per la valutazione dell'adeguatezza del modello e per l'interpretazione dei risultati della regressione. Le correlazioni tra le variabili indipendenti risultano tutte inferiori a 0,6, il che indica che non vi è un problema di multicollinearità significativa nel modello. Tale risultato suggerisce che le variabili non sono fortemente correlate tra loro e possono quindi contribuire in modo indipendente alla spiegazione della *performance* ESG.

Dopo aver esaminato le correlazioni di Pearson, è stato effettuato un ulteriore controllo per la multicollinearità attraverso il calcolo dei *Variance Inflation Factors* (VIF). Questa analisi è importante per individuare eventuali relazioni nascoste tra le variabili indipendenti che potrebbero influire sulla stabilità delle stime dei coefficienti. I risultati del test VIF hanno mostrato valori inferiori a 2, confermando l'assenza di multicollinearità significativa. Questo test garantisce ulteriormente che le variabili incluse nel modello contribuiscano in maniera indipendente alla spiegazione della *performance* ESG.

La Tabella 1.9 include i risultati della regressione lineare con effetti fissi temporali.

Tabella 1.9. – *Risultati della regressione*

	ESG Score
Quality Disclosure Score	0.056**
	(0.049)
Sustainability Committee	1.625
	(0.567)
ROA	– 0.009
	(0.922)
Total Asset	1.958***
	(0.000)
Leverage	0.058
	(0.807)

	ESG Score
Tangibility	– 0.015 (0.597)
Board Independence	0.128*** (0.000)
Board Gender Diversity	0.074 (0.179)
Board Size	0.421*** (0.005)
Blockholders	– 0.293 (0.457)
Institutional Ownership	– 0.919 (0.375)
Environmentally sensitive industry	– 4.710*** (0.000)
Constant	38.909*** (0.000)
N	490
R^2	0.186
R^2 *Adj*	0.163
Year (effetto fisso)	Sì

**** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1*

Fonte: elaborazione personale.

La variabile *Quality Disclosure Score* presenta un coefficiente positivo (0,056) con un *p-value* pari a 0,0485, il che mette in luce una significatività del 5%. Questo implica che esiste una relazione positiva tra la qualità della *disclosure* ESG e la *performance* ESG. Tale risultato suggerisce che il miglioramento nella qualità delle informazioni ESG fornite da un'azienda conduce ad una migliore *performance* ambientale, sociale e di *governance*. Tuttavia, poiché il *p-value* è inferiore a 0.05, la relazione presenta una significatività media. La qualità della *disclosure* ESG può essere considerata quindi una determinante della *performance* ESG, in quanto una maggiore trasparenza e completezza delle informazioni di sostenibilità fornite dall'azienda può condurre ad un miglioramento di tale *performance*. I risultati del modello indicano però che l'effetto di *Quality Disclosure Score* è meno significativo rispetto a variabili che presen-

tano un'influenza più significativa, come la dimensione dell'impresa, la presenza di amministratori indipendenti e la dimensione del *board.* A tal proposito, analizzando le altre variabili, *Total Asset* ha un coefficiente di 1,958 con un *p-value* pari a 0,0000, altamente significativo (significatività dell'1%). Questo evidenzia che la dimensione aziendale, misurata attraverso il logaritmo naturale del totale attivo, ha una relazione positiva e molto marcata con la *performance* ESG. In altri termini, più si incrementa la dimensione della società e più tale *trend* conduce ad un miglioramento della *performance* ESG. Anche *Board Independence* presenta un coefficiente positivo (0,128) e un *p-value* pari a 0,0000, confermando una forte significatività. Ciò indica che una maggiore indipendenza del Consiglio di amministrazione è associata a una migliore *performance* ESG. Questo risultato è coerente con l'idea che Consigli di amministrazione composti da un maggior numero di amministratori indipendenti possano esercitare una supervisione più efficace. La variabile *Board Size* mostra anch'essa un coefficiente positivo (0,421) con un *p-value* di 0,0053 (significatività pari a 1%). In tal caso, un Consiglio di amministrazione più numeroso potrebbe avere una maggiore diversificazione delle competenze e delle esperienze, favorendo decisioni strategiche più orientate alla sostenibilità.

Al contrario, altre variabili come ROA, *Leverage* e *Tangibility* non risultano significative (*p-value* rispettivamente di 0,9217, 0,8073 e 0,5970). Questo suggerisce che, nel modello considerato, la redditività, il livello di indebitamento e la rigidità del totale degli investimenti non sono fattori che influiscono in modo evidente sulla *performance* ESG.

Infine, la variabile *Environmentally sensitive industry* ha un coefficiente negativo (-4,710) e un *p-value* altamente significativo (0,0000). Ciò indica che l'appartenenza a settori sensibili è fortemente associata a una peggiore *performance* ESG. Settori come telecomunicazioni (*communication services*), energia (*energy*), industriale (*industrials*), manifatturiero (*materials*), dei beni pubblici (*utilities*) e voluttuari (*consumer discretionary*), sono generalmente considerati più esposti a rischi ambientali e sociali a causa della natura delle loro attività operative. Questa forte correlazione negativa può essere interpretata come una manifestazione del fatto che le aziende appartenenti a questi settori partono con uno 'svantaggio strutturale' rispetto a quelle operanti in settori meno sensibili, dove è più facile raggiungere ottime p*erformance* ESG.

1.6. Conclusioni

L'attuale stato dell'arte riguardante la regolamentazione sulla sostenibilità, congiuntamente al maggiore interesse manifestato dagli *stakeholder* nei confronti

di tali tematiche, ha generato una maggiore considerazione relativa alla *disclosure* di sostenibilità. Fornire informazioni chiare e trasparenti sulle pratiche ESG consente alle imprese di ridurre l'asimmetria informativa verso i terzi, oltre a incrementare la fiducia degli *stakeholder*. Pertanto, tale studio si è posto l'obiettivo, in prima istanza, di analizzare la qualità della *disclosure* di sostenibilità secondo i criteri di rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e accessibilità, tramite lo sviluppo di uno *score*. In seconda istanza, è stata testata l'associazione tra la qualità di tale *disclosure* e la *performance* ESG.

Da un punto di vista di statistiche descrittive, è emerso come la qualità della *disclosure* sulla sostenibilità abbia presentato un miglioramento nel 2023 rispetto all'anno precedente, sintomo un aumento della qualità delle informazioni divulgate. Questo incremento suggerisce una maggiore attenzione delle aziende oggetto di indagine nella comunicazione delle proprie pratiche ESG, in risposta a una crescente pressione da parte degli *stakeholder* e delle normative. L'andamento crescente potrebbe indicare una maggiore consapevolezza dell'importanza della rendicontazione ESG e un miglioramento nei processi di divulgazione dell'informativa. Entrando maggiormente nel merito delle caratteristiche della qualità della *disclosure* di sostenibilità, sono emerse differenze di rilievo. *Accuracy* è la caratteristica più sviluppata, indicando una buona accuratezza delle informazioni, sebbene non tutte le imprese utilizzino strumenti visivi come tabelle e immagini. *Comparability* e *verifiability* registrano altresì punteggi elevati, segnalando che le informazioni sulla sostenibilità sono generalmente standardizzate e verificate. *Relevance* presenta il punteggio più basso, riflettendo l'adozione ancora limitata del principio di doppia materialità, obbligatorio solo dal 2025. *Completeness* e *neutrality* mostrano livelli medi, suggerendo che la *disclosure* di sostenibilità non è sempre esaustiva e che le imprese tendono a enfatizzare un tono positivo, riducendo l'imparzialità della comunicazione. Infine, *accessibility* risulta migliorabile, poiché le informazioni di sostenibilità, pur essendo disponibili, non sempre sono facilmente fruibili a causa della dispersione su più documenti. La *performance* ESG invece ha registrato un lieve calo nel 2023 rispetto all'anno precedente, suggerendo un leggero peggioramento della *performance* complessiva delle aziende in termini di sostenibilità. Inoltre, la lieve riduzione dei valori estremi suggerisce una minore variabilità nelle *performance*, con un livellamento generale dei risultati.

Analizzando i risultati del modello econometrico, si evidenzia che la qualità della *disclosure* di sostenibilità ha un effetto positivo sulle *performance* ESG, seppur con un livello di significatività marginale. Tale risultato potrebbe dipendere dal fatto che, sebbene una *disclosure* di maggiore qualità possa ridurre l'asimmetria informativa e migliorare la percezione dell'impegno aziendale verso la sostenibilità, le *performance* ESG sono influenzate anche da ulteriori caratteristiche aziendali, quali la dimensione dell'impresa e la struttura di *governance*.

Nel complesso, sebbene la qualità della *disclosure* di sostenibilità contribuisca ad un miglioramento della *performance* ESG, e pertanto, sia inquadrabile come una determinante di tale aspetto, è bene sottolineare che vi è anche un'influenza da fattori strutturali come la dimensione aziendale, la *governance* e il settore di appartenenza. Il miglioramento della qualità della *disclosure* di sostenibilità nel biennio può essere interpretato come una strategia adottata dalle imprese per rafforzare la propria legittimità agli occhi degli *stakeholder*. La maggiore qualità della divulgazione delle implicazioni aziendali intrecciate con la sostenibilità può quindi essere vista come una risposta proattiva alla crescente pressione degli *stakeholder*, oltre all'evoluzione dell'attuale quadro normativo di riferimento. In linea con la prospettiva della *institutional theory*, la CSRD può essere interpretata come un meccanismo di isomorfismo coercitivo, che impone alle imprese l'adozione di formati di rendicontazione più chiari e strutturati, promuovendo la comparabilità tra aziende. Tale obbligo normativo rappresenta una pressione istituzionale formale che spinge le imprese ad adeguarsi e, implicitamente, a migliorare la qualità della loro informativa di sostenibilità al fine di mantenere legittimità nel contesto istituzionale di riferimento. Ciò porterà ad un miglioramento della *relevance* dell'informativa di sostenibilità i cui i risultati attuali mettono in luce una limitata adozione del principio di doppia materialità, e dell'*accessibility*, i cui risultati dimostrano che le informazioni di sostenibilità siano spesso disperse su più documenti, rendendo difficile la loro fruibilità.

Lo studio può costituire un utile riferimento per le imprese nell'identificazione delle caratteristiche che definiscono la qualità della *disclosure*, offrendo una base concettuale e operativa per orientare le pratiche informative in linea con le aspettative normative e con le crescenti richieste di trasparenza da parte degli *stakeholder*. La qualità della *disclosure* è infatti una leva per accrescere la trasparenza, riduce l'asimmetria informativa e migliora la fiducia degli *stakeholder*. Tuttavia, le imprese devono considerare che la sola comunicazione non è sufficiente poiché deve essere accompagnata da politiche aziendali che generino progressi misurabili. Gli investitori possono considerare la qualità della *disclosure* non finanziaria come uno dei criteri di valutazione per l'allocazione dei capitali, la quale è diventata un *driver* fondamentale per il *going concern*, oltre che fattore influenzante per l'assegnazione del *rating* bancario.

In conclusione, l'attuale contesto, caratterizzato da una crescente attenzione alla sostenibilità e da un quadro normativo europeo sempre più stringente, conduce le imprese a dover intraprendere un percorso di trasformazione che integri in maniera solida le tematiche ESG nella loro strategia e operatività. Questo processo non si deve limitare alla conformità normativa, ma richiede un impegno concreto nella creazione di valore sostenibile a lungo termine, bilanciando le esigenze economiche con le responsabilità ambientali e sociali.

2.
Informativa finanziaria e informativa ESG in bilancio: connessione e comportamenti opportunistici

2.1. Introduzione

In questo capitolo [1] si prendono in esame le connessioni tra la *disclosure* ESG imposta alle società europee e l'informativa di bilancio, relazione ritenuta fondamentale dalle stesse regole sull'informativa di sostenibilità. Con la direttiva CRSD la relazione sulla sostenibilità, infatti, è parte integrante del documento di bilancio, trovando collocazione nella relazione sulla gestione, e forte è la richiesta di connettività dei dati contabili contenuti nei prospetti di bilancio con la *disclosure* ESG, secondo il noto principio della doppia materialità.

Il secondo paragrafo è infatti dedicato ad un'analisi esplorativa del grado di connettività dei due suddetti profili informativi usando i bilanci 2023 delle più grandi imprese europee, per le quali si presenta anche un'analisi dei valori riportati nella tassonomia richiesta dalla Commissione Europea, con la quale rendere visibile come gli investimenti, i costi operativi e i ricavi delle imprese siano ispirati agli obiettivi generali di sostenibilità perseguiti a livello mondiale.

Dal terzo paragrafo in poi si presenta un'analisi volta a valutare se l'atteggiamento opportunistico rilevabile con le tecniche di *impression management* (terzo paragrafo) ed *earnings management* (quarto paragrafo) trovi corrispondente riflesso nella *disclosure* ESG e anche nelle relative misure di *performance*. Quest'analisi muove dalla "naturale" aspettativa che le logiche e l'atteggiamento che il *management* assume nei confronti della tipica informativa economica e finanziaria del bilancio caratterizzino anche la *disclosure* ESG.

---

[1] Sebbene il presente capitolo sia frutto di un lavoro congiunto dell'unità di ricerca dell'Università di Genova, i paragrafi seguenti possono essere attribuiti ai singoli autori come segue: 2.1. Introduzione: *Alberto Quagli*; 2.2. La *connectivity* tra informativa finanziaria e informativa ESG: *Francesco Avallone, Alberto Quagli, Elisa Roncagliolo*; 2.3. Il ricorso a strategie di *impression management* in bilancio: *Elisa Bonollo, Alessandro Bulgarelli, Paola Ramassa*; 2.4. Le politiche di *earnings management* di tipo contabile e reale: *Costanza Di Fabio, Giulia Leoni, Lorenzo Simoni*; 2.5. Una visione d'insieme: *Alberto Quagli*.

D'altronde, già da tempo è stato segnalato nella stampa economica e nella letteratura aziendale il fenomeno del *greenwashing*, ossia del presentare un'immagine del comportamento aziendale in ambito ESG più favorevole del reale. Viene quindi naturale ritenere che le imprese che adottano comportamenti opportunistici nelle parti tradizionali del bilancio siano anche quelle con un profilo ESG peggiore, sia in termini di informazioni diffuse che di risultati ESG conseguiti.

Sottoponiamo questa ipotesi a verifica empirica, usando un campione di grandi società europee inserite nell'indice Eurostoxx.

2.2. La *connectivity* tra informativa finanziaria e informativa ESG

Nella prospettiva di approfondire le connessioni tra la *disclosure* ESG e l'informativa finanziaria nei bilanci delle società europee, si affronta, in primo luogo, il tema della connessione tra *reporting* finanziario e informativa ESG. Questo profilo assume notevole rilevanza nel quadro regolamentare (oggetto di approfondimento nel par. 2.2.1) ed è oggetto di un'analisi empirica esplorativa (presentata nel par. 2.2.2) nella prospettiva del fruitore dell'informativa.

2.2.1. *La nozione di* connectivity *e la sua rilevanza nel quadro regolamentare*

Il tema della connessione tra informazione finanziaria e di sostenibilità nasce dalla crescente presenza nel bilancio di esercizio delle imprese europee di informazioni obbligatorie relative ai profili della gestione aziendale nell'ambito ESG, prima stabilite con la Direttiva 2014/95/UE (*Non Financial Reporting Directive* – NFRD) e quindi potenziate con la Direttiva 2022/2464/UE (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD) [2].

I due suddetti tipi di informazioni sono molto diversi fra loro. Le grandezze economico-finanziarie riguardano l'azienda che le redige, sono espresse con metro monetario, giungono a risultati di sintesi, si riferiscono ad un esercizio amministrativo, sono costruite con la logica della competenza economica, sono verificate in dettaglio da un revisore legale. Al contrario, le informazioni ESG fanno riferimento all'intera filiera produttiva entro la quale è collocata l'azienda, hanno unità di misura molto diverse tra loro e generalmente di tipo non monetario, non permettono di giungere ad una misura sintetica, non

[2] Per un approfondimento circa la normativa sulla *disclosure* ESG e la sua recente evoluzione si rimanda al paragrafo 1.2.

prevedono la logica degli *accrual* e presentano un livello di *assurance* nel complesso minore. Anche i lettori tendono ad essere diversi, in quanto il tipico bilancio è rivolto principalmente agli investitori, mentre le informazioni ESG possono interessare anche altri *stakeholders* [3]. D'altronde, le due tipologie di informazioni nascono per osservare l'azienda secondo due prospettive ben diverse. Il bilancio serve per valutare la funzione economica di produzione di ricchezza mentre le informazioni ESG hanno lo scopo di valutare l'impatto ambientale e sociale della gestione aziendale.

Nonostante le differenze riscontrate, l'inserimento delle due tipologie di informativa all'interno dello stesso documento fa emergere la necessità di assicurare una certa connessione tra loro. Tale bisogno di connessione è infatti motivato da diverse ragioni:

- gli investitori sono ben consci che l'atteggiamento e i risultati dell'azienda in ambito ESG possono avere riflessi rilevanti sulla redditività attesa, ma le informazioni su tale di ambito devono essere traslate nei loro impatti sui flussi economici e finanziari perché possano essere realmente comprese [4];
- per permettere ad altri *stakeholder* di comprendere se l'impegno in ambito ESG sia proporzionato al grado di salute economico-finanziaria dell'azienda;
- perché l'azienda stessa sempre più capisca quanto il profilo ESG influenza le sue basi di sopravvivenza futura e operi quindi in modo più sostenibile per l'intera società (il cosiddetto *rebound effect* [5]);
- per smascherare casi di *greenwashing*, che sarebbero ben più visibili laddove le connessioni con la dimensione economico-finanziaria fossero assenti o incoerenti [6].

Gli *standard setter* si riferiscono a tale bisogno di connessione tra le due tipologie di informativa attraverso il termine "*connectivity*".

Il principio di *connectivity* è un concetto emergente che deve essere adeguatamente definito, circoscritto e tradotto in termini operativi per *preparer* e utilizzatori del bilancio. Può infatti essere inteso in molti significati ed è ovviamente

---

[3] Dechow, P.M. (2023), "Understanding the Sustainability Reporting Landscape and Research Opportunities in Accounting", in *The Accounting Review*, 98(5), pp. 481-493; Wagenhofer, A. (2023), "Sustainability Reporting: A Financial Reporting Perspective", in *Accounting in Europe*, 21(1), pp. 1-13.

[4] Wang, R., Fong Chua, W., Simnett, R., & Zhou, S. (2024), "Is greater connectivity of financial and non-financial information in annual reports valued by market participants?", in *British Accounting Review,* 56(6).

[5] EFRAG (2021), *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard setting – Final report*.

[6] EFRAG (2024a), *Connectivity Principles – Issues Paper*, Paper 02-04 del 15 febbraio.

dinamico, nel senso che, se in futuro muteranno i "confini" dell'informativa finanziaria e di quella ESG [7], anche il concetto di connettività dovrà cambiare, adattandosi ai nuovi confini.

In senso ampio, il principio di *connectivity* può essere declinato con riferimento:

- al processo di emanazione degli standard relativi alla informazione sulla sostenibilità e a quella di tipo finanziario (c.d. *connectivity in process*), nel senso che i principi contenuti nelle due tipologie di standard dovranno essere discussi congiuntamente, per capire e quindi regolare le influenze reciproche;
- alle basi per la redazione dei due report (c.d. *connectivity in standard-setting products*), intese come frequenza di redazione (annuale), confini di riferimento (la singola azienda e il gruppo cui appartiene), profili base dell'informativa come la considerazione dei fatti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, i trattamenti nella variazione delle stime, il rispetto del principio di chiarezza e rilevanza;
- alle informazioni contenute nei due report (c.d. *connectivity in information*).

Proprio il riferimento alle informazioni contenute nei due report costituisce il fondamento della definizione di *connectivity* delineato dall'EFRAG nel progetto avviato nel 2022 a questo proposito [8]. Le disposizioni contenute nella CSRD sono infatti chiare sul punto, prevedendo che *"le informazioni [di sostenibilità] contengono anche, se del caso, riferimenti ad altre informazioni incluse nella relazione sulla gestione [..] e agli importi registrati nei bilanci d'esercizio annuali, nonché ulteriori precisazioni in merito*." Il principio è ribadito nello standard ESRS 1 nella Sezione "Collegamenti con altre parti della rendicontazione societaria e informazioni collegate", stabilendo che *"l'impresa fornisce informazioni che consentono ai fruitori della sua dichiarazione di sostenibilità di comprendere i collegamenti tra le diverse informazioni contenute nella dichiarazione e le connessioni tra le informazioni contenute nella dichiarazione sulla sostenibilità e altre informazioni che l'impresa divulga in altre parti della sua rendicontazione societaria*" (ESRS 1 §118 e ss.).

---

[7] Bayne, L. (2022), "Understanding reporting boundaries in annual reports: a conceptual framework", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(5), pp. 1316-1348; EFRAG (2023a), *Boundaries of FR and SR, elements of 'connectivity', and update on IFRS Foundation connectivity-related discussions – Issues Paper*, Paper 07-01 del 13 aprile.

[8] EFRAG (2024b), *Initial Paper Connectivity Project – connectivity considerations and boundaries of different annual report sections*.

Con riferimento alle modalità operative per assicurare la connettività delle informazioni, l'EFRAG prevede che questa possa avvenire [9]:

- in modo diretto (ESRS 1 §124), quando il report di sostenibilità fa riferimento a dati presentati in bilancio, come nel caso in cui si citano i ricavi complessivi per mostrare l'incidenza su di essi dei ricavi derivanti da prodotti a zero impatto ambientale, mediante il rinvio al paragrafo di bilancio nel quale può esser reperita l'informazione di bilancio utilizzata;
- in modo indiretto (ESRS 1 §125), laddove si fa riferimento a grandezze monetarie che sono una aggregazione o una disaggregazione di valori presentati in bilancio. In questi casi nella relazione sulla sostenibilità si deve indicare il rinvio alla parte interessata del bilancio, fornendo, qualora opportuno, una riconciliazione tra i dati;
- in termini generali di coerenza, ad esempio tra le informazioni di sostenibilità riguardanti le analisi di scenario con informazioni che supportano ad esempio le valutazioni di bilancio.

Le indicazioni contenute negli ESRS ricalcano tale prospettiva applicando il principio di *connectivity* ai seguenti aspetti:

- il rapporto tra la strategia di sostenibilità proposta dall'azienda e il suo impatto sulle grandezze di bilancio e sui piani finanziari e come l'uso delle risorse naturali e i cambiamenti indotti nella catena del valore impatti sui rischi, le opportunità, i costi di produzione (ESRS 1 §123);
- la coerenza tra dichiarazione di sostenibilità e le informazioni di bilancio, derivanti da piani condivisi tra i due set informativi e da un sistema di *governance* che ne assicuri il collegamento (ESRS 1 §122, 128), descrivendo nel merito le relazioni tra le tipologie informative [10];
- la richiesta di adeguati riferimenti incrociati tra le informazioni contenute nella dichiarazione di sostenibilità e quelle nel bilancio (ESRS 1 §123, 129);
- l'utilizzo delle stesse assunzioni base nei due set informativi.

---

[9] EFRAG (2023b), *Identifying and developing examples related to different aspects of connectivity – Issues Paper*. Paper 05-01.

[10] Ad esempio, se si presenta uno scenario nella sezione sulla sostenibilità, deve esser chiarito nella parte di bilancio "*how the scenarios have been taken into account. For example, how the valuation of investment properties at fair value has considered the different relevant scenarios explained in the sustainability reporting. This could, for example, be taking into account the chances of flooding– or explaining why these adverse scenarios have not been taken into account or why it is assumed they would not have an impact*" (EAA (2023), *Multi-stakeholder perspectives on connectivity* – Summary report – 26 May 2023, p. 6).

Oltre ai riferimenti contenuti negli ESRS, è opportuno menzionare il contributo all'applicazione del principio di *connectivity* fornito dal Regolamento Europeo sulla Tassonomia Verde (Regolamento 2020/852/UE). La tassonomia verde costituisce infatti un sistema di classificazione delle attività economiche in funzione del rispetto di precisi obiettivi di sostenibilità ambientale stabiliti a livello europeo e si traduce in appositi obblighi di *disclosure* per le aziende [11].

Dal punto di vista applicativo, per le aziende, l'implementazione della tassonomia dovrebbe costituire un incentivo per avviare un processo di revisione interno volto a individuare il tipo di attività economiche svolte e la loro rispondenza a criteri di sostenibilità ambientale, permettendo di orientare le future scelte di investimento verso l'efficientamento energetico e la mitigazione dell'impatto climatico.

Oltre alla revisione interna delle proprie attività, la normativa sulla tassonomia ambientale impone alle aziende di fornire specifiche informazioni che si concretizzano in tre precisi KPI (*Key Performance Indicators*). Per le imprese che non svolgono attività finanziarie [12], tali indicatori sono rappresentati dalle percentuali dei ricavi, degli investimenti (*Capex*) e delle spese operative (*Opex*) che corrispondono ad attività economiche incluse nella tassonomia (c.d. *eligible activities*) e allineate ai criteri tecnici stabiliti dai decreti attuativi (c.d. *aligned activities*).

In tal senso, si percepisce lo stretto legame che esiste con il principio di *connectivity* qui esaminato, dovendo esprimere in modo esplicito il collegamento tra i risultati di bilancio e la realizzazione di attività economiche che rispondono a criteri di sostenibilità ambientale.

2.2.2. *Connessione in bilancio tra informativa finanziaria e informativa ESG: alcune evidenze empiriche*

L'approfondimento empirico sulla connettività [13] viene effettuato tramite un'analisi dell'informativa contenuta nel bilancio 2023 delle prime 20 società dell'indice Eurostoxx 600 per Valore della produzione. Il bilancio 2023 è di

---

[11] Per comprendere la rilevanza e la pervasività di tale norma, si consideri che sono tenute al rispetto degli obblighi di *disclosure* previsti dal regolamento Tassonomia le aziende soggette alla redazione del report di sostenibilità ai sensi della CSRD che ha recentemente proprio esteso l'ambito di applicazione dell'obbligo di preparazione del report di sostenibilità nel contesto europeo.

[12] Per le aziende che operano nel settore finanziario è invece richiesto di indicare KPI leggermente differenti che concernono la percentuale di allineamento alla tassonomia degli *asset* in gestione.

[13] David, B., & Giordano-Spring, S. (2022), "Connectivité entre le reporting financier et extra-financier: une exploration à travers la comptabilité «climat»", in *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 28(4), pp. 21-50; UKEB (2023), *A Study in Connectivity: Analysis of 2022 UK Company Annual Reports*.

particolare interesse ai fini dell'analisi in quanto costituisce l'ultimo bilancio prima dell'entrata in vigore della CSRD, quindi immediatamente precedente all'introduzione a livello normativo di riferimenti espliciti alla richiesta di connettività tra i due set di informative, così come chiarito nel paragrafo precedente. Ciò permette infatti di esaminare la prassi in cui si inserisce la nuova normativa, per verificare se le aziende siano già naturalmente orientate al rispetto di tale principio o se siano forzate a questo passaggio dalle indicazioni degli ESRS.

Nello specifico, l'analisi svolta attraverso una raccolta di dati manuale dai bilanci si focalizza su tre profili della connettività:

- rilevare i riferimenti ai temi ESG nelle note al bilancio [14] che coerentemente con quanto evidenziato dall'ESMA [15] costituisce la forma di connettività di maggior interesse per i tipici utenti del bilancio;
- analizzare il rispetto della *connectivity* all'interno della relazione sulla gestione, ponendo l'attenzione sulle strategie aziendali e i sistemi di *governance*;
- verificare l'applicazione del Regolamento Tassonomia e la presentazione dei KPI che mettono in relazione i risultati di bilancio e specifici obiettivi di sostenibilità ambientale.

Con riferimento alla presenza di informazioni ESG nelle note, si è rilevato il numero di riferimenti alle valutazioni contabili collegate a profili ambientali e la loro ricchezza di contenuti (Tabella 2.1). Si osserva che due aziende non hanno inserito alcun riferimento specifico a questioni ambientali ed è un dato che colpisce in quanto sono grandi gruppi assicurativi che quantomeno indirettamente dovrebbero essere influenzate da tali questioni, in funzione del loro business di copertura dei rischi.

Tra le rimanenti 18, osserviamo che 9 includono nelle note informazioni ridotte, che consistono nella maggior parte dei casi in una nota iniziale dove si afferma che il *transition risk* e il *physical risk* connessi al *climate change* possono influenzare le stime di bilancio e un rinvio alle note specifiche relative agli impianti e attrezzature e all'avviamento con relativo *impairment* nelle quali si menziona in generale la considerazione entro i flussi futuri delle variazioni attese dei volumi e dei prezzi delle emissioni di CO_2.

Infine, vi è un gruppo di 9 società le cui informazioni circa l'impatto della variabile ambientale in bilancio sono ampie e variegate. Otto di queste aziende

[14] La ricerca nelle note è stata effettuata utilizzando quattro parole chiave: (i) climate, (ii) carbon, (iii) ESG, (iv) sustainability.

[15] ESMA (2023) *The Heat is On: Disclosures of Climate-Related Matters in the Financial Statements*, Report del 25 ottobre.

appartengono al settore *energy* e una al settore minerario, ambiti per i quali gli obiettivi di riduzione delle emissioni impattano in misura estremamente rilevante sul business. Queste società inseriscono in genere una nota iniziale dove richiamano gli obiettivi di riduzione dell'impatto climatico a livello *corporate* e descrivono le potenziali aree di influenza di tale rischio. Esse poi, nelle note riferite alle specifiche classi di voci di bilancio, approfondiscono i potenziali impatti in termini di riflessi sulle vite utili delle immobilizzazioni, sui flussi usati nel test di *impairment*, sui costi di ripristino ambientale, sui contenziosi in materia ambientale e sul trattamento contabile dei diritti di emissione. In vari casi vi sono tabelle di dettaglio dove si presentano analisi dei prezzi correnti e previsti futuri del greggio, del gas naturale e delle emissioni di CO_2, confrontando le stime impiegate dal *management* nei piani aziendali con i principali *benchmark* di mercato.

Tabella 2.1. – *Livello di informativa ESG nelle note del bilancio*

	SOCIETÀ	*SETTORE*	*Niente*	*Poco*	*Molto*
1	AHOLD DELAIZE	COMMERCIO		x	
2	ALLIANZ	ASSICURAZIONI	x		
3	AXA	ASSICURAZIONI	x		
4	BASF	CHIMICA		x	
5	BMW	AUTOMOBILI		x	
6	BP	ENERGIA			x
7	DEUTSCHE TELEKOM	LOGISTICA		x	
8	DHL	ENERGIA		x	
9	ENEL	ENERGIA			x
10	ENGIE	ENERGIA			x
11	ENI	ENERGIA			x
12	EON	ENERGIA		x	
13	EQUINOR	ENERGIA			x
14	FORTIUM	ENERGIA			x
15	GLENCORE	ESTRATTIVA			x
16	MERCEDES	AUTOMOBILI		x	
17	NESTLE	ALIMENTARI		x	
18	SHELL	ENERGIA			x
19	STELLANTIS	AUTOMOBILI		x	
20	TOTAL	ENERGIA			x

Fonte: elaborazione personale.

Alla luce di quanto sopra descritto, risulta che la connettività esplicitamente presente nelle note al bilancio riguarda soltanto il profilo ambientale ed in particolare, il rischio climatico. Quasi tutte le aziende dedicano all'impatto sul bilancio del rischio ambientale una parte entro la nota iniziale che riguarda le assunzioni e le stime usate dal *management*. Tale profilo si sostanzia nel complesso nella descrizione delle ipotesi usate per i test di *impairment*, la stima della vita utile delle immobilizzazioni e dei connessi fondi per smantellamento e ripristino. La maggior parte delle società esplicita i tempi e le entità delle riduzioni di emissione e, in funzione di questi, prospetta l'impatto sui flussi di cassa.

Raramente si trovano riferimenti a previsioni di specifici investimenti per progetti di decarbonizzazione e le società sono molto attente nello specificare che le obbligazioni in materia ambientale trovano riflessi contabili solo quando sorgono obblighi di tipo "*legal*" relativi a smantellamenti, ripristini e bonifiche. In altre parole, non è ancora presente la connettività diretta ad una voce di bilancio come prevista dagli standard dell'EFRAG, quanto nei casi migliori, un rinvio alle note specifiche.

L'analisi della *connectivity* all'interno della relazione sulla gestione è stata realizzata avendo quale riferimento due tematiche: le strategie aziendali e i sistemi di *governance*. Quanto alle strategie, il concetto di connettività dovrebbe qui trovare la sua massima espressione, dovendo le strategie deliberate dalle aziende rappresentare il punto di incontro tra gli obiettivi di *performance* economico-finanziaria e quelli di sostenibilità socio-ambientale. Con riferimento agli aspetti di *governance*, invece, il concetto di *connectivity* è stato declinato considerando alcuni profili tra loro complementari.

Dall'analisi effettuata occorre innanzitutto sottolineare che il tema della *connectivity* è particolarmente chiaro alle aziende che, in non pochi casi, definiscono la relazione sulla gestione in modo tale da lasciar trapelare la volontà di connettere i due profili di analisi (ad esempio "*Combined management report*"), oltre a dichiarare esplicitamente, in taluni casi, nell'introduzione al documento di bilancio la sentita integrazione tra differenti prospettive della medesima strategia. Sempre nella medesima direzione di migliorare la connettività, dunque la reale intelligibilità del documento di bilancio, può essere interpretata la presenza di schemi sintetici in grado di guidare il lettore nella ricerca delle principali tematiche di interesse, esplicitando le possibili connessioni tra macro-argomenti, profili di sostenibilità e specifiche sezioni del documento.

Passando all'analisi della comunicazione della strategia, i comportamenti delle aziende rivelano per tutto il campione una certa attenzione alla comunicazione delle principali strategie in ambito socio-ambientale, seppur su orizzonti temporali differenti, solitamente focalizzate sull'obiettivo di generare business

a emissioni zero (*net-zero emissions*) nel rispetto dell'ambiente e della biodiversità, ovvero di garantire sempre migliori condizioni di lavoro e di vita delle comunità, il tutto nel rispetto di una significativa crescita di valore generato per gli azionisti. In maniera più o meno dettagliata, tutto il campione di aziende considerato fornisce informazioni utili a comprendere i principali percorsi strategici deliberati.

In tutti i casi esaminati, tuttavia, non sono presenti chiare e adeguate riconciliazioni ovvero riferimenti incrociati tali da esplicitare gli impatti che le azioni strategiche adottate o deliberate potranno avere sulle principali grandezze economico-finanziarie prospettiche, informazioni queste che dovrebbero essere comunque note alle aziende ed esplicitate nei rispettivi piani industriali (in taluni documenti una simile connessione appare del tutto assente, come nel caso di Engie).

I principali tentativi di collegare chiaramente le scelte strategiche alle grandezze economico-finanziarie, meritevoli di considerazione all'interno di questa analisi, sembrano essere due. Il primo è rappresentato dall'identificazione della possibile dinamica del mix di prodotto/servizio, anche espresso in euro (Figura 2.1). Il secondo è rappresentato dalla ripartizione del *cash Capex* su aggregati riconducibili alla transizione energetica, garantendo in questo caso una qualche riconciliazione con i valori contabili, oppure più in generale dalla presentazione degli investimenti realizzati in progetti di R&S finalizzati a raggiungere l'obiettivo delle emissioni zero o generici progetti sociali. La comunicazione di uno spaccato del *Capex*, tuttavia, sembra aggiungere poco alla comunicazione obbligatoria della Tassonomia EU che, come si vedrà meglio in seguito, appare ben più articolata e dettagliata.

In certi casi, invece, ci si limita a presentare l'uscita finanziaria sostenuta per supportare generiche azioni "sociali" a favore del miglioramento della salute e della sicurezza delle comunità locali o del loro generico sviluppo.

Figura 2.1. – *Evoluzione del mix di prodotto/servizio conseguente alle strategie ESG*

TripleS (Sustainable Solution Steering)

TripleS segments	Product performance	Sales (billion €)
Pioneer	Products with adequate profitability and a positive contribution to sustainability above the market standard	9,77 3,58 **13,35** (24.1%)
Contributor	Products with adequate profitability and a positive contribution to sustainability on market standard with regard to the topics of climate change and energy, resource efficiency and circular economy	8,76 0,83 **9,59** (17.3%)
Standard	Products performing on market standard without a dedicated contribution to the topics of climate change and energy, resource efficiency and circular economy	18,08 6,14 **24,23** (43.6%)
Monitored	Products with specific identified regulatory or customer concerns arising mid-term (2-5 years) or posing a regional reputational risk for BASF	3,55 0,87 **4.42** (8.0%)
Challenged	Products with identified strong regulatory or customer concerns arising short-term (≤2 years), with Substances of Very High Concern in applications with an intended consumer use, violating BASF's Code of Conduct or posing a strong global reputational risk	0,42 0,81 **1,23** (2.2%)

Sales share validated segmentation Sales share provisional segmentation

Fonte: BASF, Report 2023 (p. 49).

Ben più completa appare la *connectivity* all'interno della comunicazione sul sistema di *governance*. Come già anticipato, in questo approfondimento sono stati indagati tre aspetti ritenuti meritevoli di attenzione: la composizione dei *board* e la ripartizione delle competenze al loro interno, l'interazione tra diversi organi di *governance* e la natura dei target definiti alla base dei sistemi di remunerazione variabile dell'alta dirigenza.

Invero, dei tre profili richiamati solo l'ultimo presenta profili di *connectivity* diretta con le informazioni finanziarie, potendo eventualmente chiarire la relazione esistente tra il raggiungimento degli obiettivi ESG e il costo della remunerazione variabile dell'altra dirigenza. Gli altri due profili appaiono comunque rilevanti, seppur indirettamente. La ripartizione delle competenze in capo ai membri del CdA, soprattutto nelle tematiche della sostenibilità, così come l'interazione tra diversi organi di *governance* finalizzata alla costante e adeguata trattazione delle tematiche di sostenibilità all'interno delle riunioni del *board*, consentono infatti di cogliere la reale possibilità di un'effettiva connessione tra le strategie ESG deliberate e la tradizionale attenzione da parte del *management* alle grandezze economico-finanziarie.

In altri termini, la definizione di una *governance* che preveda specifiche competenze in ambito ESG su taluni membri del *board*, così come la definizione di specifici comitati chiamati a intervenire, prima nell'inserimento dei

temi di sostenibilità all'ordine del giorno del *board*, quindi nel gestire operativamente gli aspetti legati al *climate change* che possono modificare scenari di piano industriale e contesto nel quale il piano dovrà essere attuato, consentono di fatto di connettere la strategia con l'effettiva implementazione di azioni di mitigazione dei possibili rischi di transizione (normativi, mercato, tecnologici e reputazionali) e fisici, tanto di breve quanto di medio/lungo termine.

Proprio partendo da questi ultimi aspetti, l'analisi condotta ha permesso di evidenziare anzitutto la diffusa presenza di specifici comitati competenti sul tema della sostenibilità (c.d. *sustainability committee* o *standing committee*), convolti nella definizione degli obiettivi alla base della remunerazione variabile dell'alta dirigenza, ovvero nella più ampia rassicurazione dell'adeguato impegno del *board* nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità e nella identificazione di azioni di mitigazione dei rischi fisici e di transizione.

Molto chiara e interessante pare, inoltre, la diffusa comunicazione delle specifiche competenze tematiche da attribuire a ciascun membro del *board*, con particolare attenzione a quelle relative proprio alla sostenibilità.

Particolarmente trasparente appare, infine, la comunicazione degli obiettivi di sostenibilità compresi all'interno della parte variabile della remunerazione dell'alta dirigenza. La comunicazione è apparsa infatti già ampiamente allineata alle richieste degli standard ESRS per la maggioranza delle aziende considerate. La chiara esplicitazione degli obiettivi strategici di sostenibilità inseriti nella parte variabile della remunerazione, infatti, consente di cogliere profili di interesse tanto per tutti gli *stakeholder* quanto per la specifica categoria degli investitori, oltre a rappresentare una chiara connettività tra azioni in ambito ESG e remunerazione (quindi costo aziendale) della dirigenza. Di particolare interesse, a tal riguardo, appare la chiara conoscenza del peso dei differenti obiettivi cui si ancora la remunerazione variabile, obiettivi tra i quali possono rientrare con pesi differenti quelli connessi agli obiettivi di sostenibilità. L'analisi condotta ha consentito di rilevare un peso mediamente compreso tra 10% e 20% per gli obiettivi ESG all'interno della remunerazione annua variabile, con un crescente peso, invece, all'interno degli incentivi di M/L termine (con un peso variabile tra il 20% e il 35%).

Più in generale, l'analisi degli indicatori impiegati per la definizione degli obiettivi utilizzati per parametrare la remunerazione variabile ha consentito di identificare alcuni tra i KPI ritenuti dalle aziende come maggiormente rilevanti. Accanto ai tradizionali indicatori legati alla redditività del capitale investito (ROA, ROCE, ROACE), appaiono senza dubbio gli indicatori utili a misurare le emissioni complessive di CO_2 (solitamente su *Scope* 1 e *Scope* 2). In un caso, infine, la comunicazione dei principali KPI è avvenuta chiarendo diversi livelli di importanza ("*Most significant*" ovvero "*significant*") evidenziando in tal caso una prevalenza di interesse nei tradizionali indicatori (EBITDA e EPS) rispetto

agli indicatori ESG (e *carbon emission*) che sono considerati al pari del *total shareholder return* (TSR), del *return on capital employed* (ROCE) e del *dividend per share* (DPS).

Nella prospettiva di analisi dei KPI che permettono di collegare gli aspetti di sostenibilità e le *performance* economico-finanziarie, assume un ruolo di primo piano il Regolamento Tassonomia. Il regolamento precisa che per ritenersi allineate alla tassonomia, le attività economiche devono soddisfare contemporaneamente quattro requisiti (art. 3):

- contribuire in modo sostanziale a uno dei sei obiettivi di sostenibilità ambientale stabiliti dal regolamento stesso;
- essere conformi ai criteri di vaglio tecnico previsti dai decreti attuativi che hanno seguito la pubblicazione del regolamento [16];
- non arrecare danno significativo ai restanti obiettivi di sostenibilità ambientale (c.d. *Do Not Significant Harm* – DNSH *principle*);
- essere svolte nel rispetto dei requisiti minimi di salvaguardia [17].

Con riferimento al primo requisito, ossia agli obiettivi di sostenibilità ambientale, l'art. 9 precisa che si tratta di uno dei seguenti sei obiettivi:

- la mitigazione dei cambiamenti climatici;
- l'adattamento ai cambiamenti climatici;
- l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine;
- la transizione verso un'economia circolare;
- la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
- la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

L'attività economica deve contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di uno dei sei sopraindicati obiettivi. Oltre alle attività che già forniscono un contributo sostanziale, rispettando determinate condizioni, sono ugualmente incluse nella tassonomia anche altre due sottocategorie di attività: le *enabling activities* e le *transitional activities*. Per *enabling activities* si intendono attività

[16] Con riferimento agli obiettivi di sostenibilità sono stati emanati cinque decreti attuativi: (i) *Climate Delegated Acts* (regolamento delegato UE 2021/2139 successivamente integrato con il Regolamento delegato UE 2023/2485); (ii) *Complementary Climate Delegated Act* (Regolamento delegato UE 2022/1214); (iii) *Disclosures Delegated Act* (regolamento delegato UE 2021/2178); (iv) *Environmental Delegated Act* (Regolamento delegato UE 2023/2486).

[17] Come precisato dall'art. 18, per garanzie minime di salvaguardia si intendono "procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo".

che permettono ad altre attività di contribuire in modo sostanziale agli obiettivi di sostenibilità, come accade per esempio con l'installazione di particolari finestre che possono migliorare l'efficienza energetica di un fabbricato già esistente. Per *transitional activities*, invece, si intendono attività per le quali non esiste attualmente un'alternativa *low-carbon*, ma sono comunque incluse nella tassonomia perché favoriscono la transizione verso un'economia sostenibile.

I restanti requisiti prendono in considerazione i c.d. criteri di vaglio tecnico, ossia specifici requisiti che definiscono se un'attività può dirsi allineata alla tassonomia. All'interno dei decreti attuativi le attività economiche sono identificate attraverso il codice NACE e per ognuna sono indicati sia i criteri per l'allineamento con un preciso obiettivo di sostenibilità sia i criteri per rispettare il DNSH *principle*.

Le aziende soggette al Regolamento Tassonomia devono dunque mappare internamente le proprie attività per verificare quante di queste sono incluse nella tassonomia (*eligible activities*), presentando dunque la percentuale di attività *eligible* e la percentuale di attività *non-eligible*. Per le attività *eligible* è poi necessario verificare il rispetto degli ulteriori requisiti – criteri di vaglio tecnico, DNSH *principle* e clausole di salvaguardia – al fine di definire la percentuale di attività allineate (*aligned activities*).

Si intuisce quindi che l'implementazione del regolamento sulla tassonomia comporta diverse sfide e opportunità per le imprese e per i diversi attori del processo di comunicazione finanziaria [18]. In primo luogo, occorre sottolineare che la normativa può comportare alcune difficoltà per le aziende nell'interpretazione delle attività che possono considerarsi sostenibili. Seppur classificate attraverso il codice NACE, occorre una preliminare revisione dei processi interni che sia volta a mappare le attività svolte e trovare la corrispondenza con quanto stabilito nei diversi decreti attuativi. Occorre inoltre un efficiente sistema di controllo di gestione che possa raccogliere informazioni così dettagliate e garantire che la determinazione dei tre diversi KPI sia accurata, verificando il rispetto dei criteri di vaglio tecnico stabiliti dalla normativa. La necessità di sviluppare un'infrastruttura in grado di raccogliere e monitorare tali dati è proprio evidenziato quale il maggior elemento di difficoltà nell'attuazione della normativa, anche nella prospettiva di integrazione con la più generale *disclosure* di sostenibilità imposta dalla recente CSRD [19].

---

[18] Platform on Sustainable Finance (2024), *A compendium of Market Practices – How the EU's Taxonomy and sustainable finance framework are helping financial and non-financial actors transition to net zero.*

[19] Hummel, K., & Bauernhofer, K. (2024), "Consequences of sustainability reporting mandates: evidence from the EU taxonomy regulation", in *Accounting Forum*, pp. 1-27.

Chiaramente le maggiori problematiche sono in capo alle aziende di piccole dimensioni che possono essere tenute a fornire tali dati nell'ambito della propria catena del valore [20].

I dati sulla tassonomia presentati dalle aziende potranno essere di utilità secondo più prospettive. Gli studi preliminari, infatti, suggeriscono che vi sia attenzione da parte degli investitori ai KPI che vengono forniti e che tali dati potranno influenzare il processo di reperimento delle risorse finanziarie necessarie ad alimentare gli investimenti delle imprese [21]. In linea generale, alcuni studi evidenziano una correlazione tra i KPI e i sistemi di valutazione della *performance* ESG che si avvalgono dell'elaborazione di appositi *rating* [22]. In tal senso, si potrebbe evidenziare quanto il rispetto dell'informativa sulla tassonomia favorisca la coerenza tra risultati di bilancio e *performance* ESG, coerentemente con la presenza di una reale *connectivity* tra i due sistemi di informativa.

I risultati dell'analisi indicano che quattro aziende del campione appartengono a Paesi al di fuori dell'Unione Europea (Regno Unito e Svizzera) e pertanto non sono tenute al rispetto del Regolamento Tassonomia. Si rileva però che una di queste aziende ha espressamente presentato l'informativa sulla tassonomia verde in via volontaria e può dunque essere inclusa nella presente ricerca. Inoltre, si precisa che ulteriori due aziende del campione svolgono attività nell'ambito assicurativo e i loro KPI non sono dunque presi in esame in quanto non confrontabili con le altre aziende che operano nei settori non finanziari. Alla luce di tali esclusioni, dunque, i dati qui presentati si riferiscono a 15 aziende.

---

[20] Alcuni studi suggeriscono che la richiesta di informazioni sia di per sé fattibile, ma che per le aziende di piccole dimensioni emergano con maggiore evidenza problemi applicativi legati al costo per ottenere le informazioni e garantire l'accuratezza del dato, richiedendo dunque un'attività di supporto che comporti anche una loro adeguata formazione. Si veda in proposito O'Reilly, S., Gorman, L., Mac An Bhaird, C., & Brennan, N.M. (2024), "Implementing the European Union Green Taxonomy: implications for small-and medium-sized enterprises", in *Accounting Forum*, 48(3), pp. 401-426. Nello specifico, sono i KPI connessi con il fatturato e le spese operative a determinare un maggior sforzo implementativo, vista la numerosità delle operazioni coinvolte, rispetto ai limitati investimenti che invece possono essere più facilmente monitorati anche nella prospettiva ambientale.

[21] Alessi, L., Cojoianu, T., Hoepner, A.G., & Michelon, G. (2024), "Accounting for the EU Green Taxonomy: exploring its concept, data and analytics", in *Accounting Forum*, 48(3), pp. 365-373; Hummel, K., Bauernhofer, K. (2024), "Consequences of sustainability reporting mandates: evidence from the EU taxonomy regulation", in *Accounting Forum*, pp. 1-27.

[22] Dumrose, M., Rink, S., & Eckert, J. (2022), "Disaggregating confusion? The EU taxonomy and its relation to ESG rating", in *Finance Research Letters*, 48; Nipper, M., Ostermaier, A., & Theis, J. (2024), "Mandatory disclosure of standardized sustainability metrics: The case of the EU Taxonomy Regulation", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, pp. 1-20.

Entrando nel merito delle richieste previste dal regolamento tassonomia, il primo *step* è rappresentato dall'identificazione delle *eligible activities*, ossia delle attività economiche svolte dall'azienda che sono incluse nella tassonomia UE (Tabella 2.2).

Tabella 2.2. – *Statistiche descrittive delle* eligible activities

	Eligible Turnover (EUR/000)	*Eligible Capex (EUR/000)*	*Eligible Opex (EUR/000)*	*Eligible Turnover %*	*Eligible Capex %*	*Eligible Opex %*
Media	43.490.360	7.449.614	1.757.627	34,5	55,4	50,4
Dev. standard	63.174.715	8.463.382	2.304.604	37,5	37,2	37,8
Min	0	506.000	0	0	2,1	0
Q1	4.819.000	1.229.604	364.500	4,6	21,2	14,8
Mediana	12.798.190	5.863.000	881.000	19	72	51
Q3	45.078.501	8.549.000	1.993.501	57,5	89,5	79,6
Max	188.556.000	30.374.000	7.306.000	99,5	100	100

Fonte: elaborazione personale.

La maggiore percentuale di *eligible activities* si riscontra per gli investimenti (pari al 55,4%) e risulta altrettanto alta per le spese operative (50,4%). Più contenuto invece il riferimento al fatturato, che si attesta in media al 34,5%, considerata anche una azienda del campione che presenta un valore pari a zero, delineando la situazione in cui i ricavi per le attività da lei svolte non risultano mappate dalla tassonomia. A livello settoriale, le percentuali più elevate si riscontrano per le aziende che operano nel settore *automotive*, sottolineando la rilevanza delle tematiche ambientali in questo comparto produttivo.

Il secondo passaggio nell'implementazione del regolamento tassonomia è poi rappresentato dall'identificazione delle *aligned activities*, ossia delle attività che rispondono ai requisiti di vaglio tecnico previsti dai decreti attuativi e risultano dunque allineate agli obiettivi di sostenibilità (Tabella 2.3).

Tabella 2.3. – *Statistiche descrittive delle* aligned activities

	Aligned Turnover (EUR/000)	*Aligned Capex (EUR/000)*	*Aligned Opex (EUR/000)*	*Aligned Turnover %*	*Aligned Capex %*	*Aligned Opex %*
Media	9.817.006	3.709.256	648.917	11,4	31	24
Dev. standard	10.729.252	3.565.430	764.415	13,2	27,7	25
Min	0	0	0	0	0	0
Q1	792.749	369.000	54.575	0,7	9,3	1,2
Mediana	2.915.000	3.186.000	346.606	8,8	25,7	14,7
Q3	17.124.500	5.581.027	995.000	16,6	49,5	37,2
Max	33.073.000	12.097.000	2.336.000	43	84,8	68,4

Fonte: elaborazione personale.

Emerge immediatamente che i KPI delle *aligned activities* sono mediamente inferiori alle *eligible activities*. I dati dimostrano dunque che il livello di allineamento risulta ancora decisamente inferiore alla proporzione di *eligible activities*, suggerendo che per le aziende incluse nel campione esiste un margine di miglioramento verso il perseguimento di obiettivi di sostenibilità che rispondono alle logiche stabilite dall'UE. È altrettanto opportuno sottolineare che il regolamento è di recente applicazione e potrebbe dunque essere particolarmente interessante verificare l'andamento di tale divario tra *eligible* e *aligned activities* nel tempo, al fine di verificare l'efficacia della nuova normativa che si propone di indirizzare le aziende, e di conseguenza gli investitori, verso precisi comportamenti che permetterebbero il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità. In questa fase iniziale, infatti, il divario potrebbe anche essere determinato da una certa difficoltà nell'interpretazione del nuovo impianto normativo e nella sua applicazione. In tal senso, gli stessi dati mostrano un minor grado di variabilità tra le aziende incluse nel campione per tutte le grandezze considerate rispetto a quanto evidenziato per le e*ligible activities*. La proporzione di *eligible activities*, infatti, risulta anche fortemente condizionata dal settore di appartenenza e possono dunque esserci aziende le cui attività non sono mappate dalla tassonomia.

In questa prospettiva di osservazione, possono fornire spunti interessanti anche i dati che si riferiscono alla proporzione di attività *aligned* classificate come *enabling* e *transitional*. Le attività *enabling* risultano presenti con maggior frequenza, facendo emergere che molti investimenti sono nell'ottica di favorire l'efficientamento e il miglioramento al contributo ambientale di attività già

esistenti. Per le attività *transitional*, invece, emerge la loro presenza sostanziale in una sola azienda che opera nel settore della produzione di energia elettrica e che afferma di fare riferimento anche a tecnologie nucleari.

Da ultimo, risulta di interesse notare la scarsa informativa per il frazionamento dei diversi KPI per ciascuno dei sei obiettivi di sostenibilità. La suddivisione di *turnover*, *capex* e *opex* che si riferiscono a ciascun obiettivo risulta infatti presente solo per 8 aziende, molte delle quali limitano in realtà tale ripartizione con riferimento ai soli primi due obiettivi (adattamento e mitigazione del cambiamento climatico), considerando anche che per tali due obiettivi i decreti attuativi sono stati emanati in anticipo rispetto ai restanti obiettivi di sostenibilità. Al pari di quanto evidenziato in precedenza, per tali grandezze occorrerà un monitoraggio nei prossimi esercizi al fine di valutarne l'andamento e verificare il progressivo miglioramento.

In sintesi, si rileva che, allo stato attuale, il grado di *connectivity* che connota l'informativa di bilancio appare limitato. Le imprese che per prime sono chiamate a soddisfare questo requisito chiave dal nuovo assetto normativo ricorrono infatti in misura assai contenuta agli strumenti di collegamento e di quantificazione che avrebbero a disposizione per realizzare una connessione soddisfacente nella prospettiva del fruitore dell'informativa.

2.3. Il ricorso a strategie di *impression management* in bilancio

Mantenendo la prospettiva del lettore del bilancio e considerando le sue esigenze informative, è importante considerare anche il fatto che l'affidabilità dell'informativa economico-finanziaria può risentire di comportamenti manageriali opportunistici. Tali pratiche possono avere per oggetto manipolazioni contabili (*earnings management*) o tecniche opportunistiche per la presentazione di informazioni in forma testuale o grafica (*impression management*) [23]. Questi fenomeni, oggetto di un'ampia letteratura, sono qui approfonditi tramite un'analisi empirica condotta sui bilanci 2023 di un campione composto dalle 253 imprese europee non finanziarie tra le prime 300 dell'EuroStoxx 600 per

[23] Nonostante abbia le sue radici in ambito psicologico, l'*impression management* ha trovato terreno fertile nell'ambito della rendicontazione economico finanziaria d'impresa e in quella di sostenibilità. Per approfondimenti sulle origini dell'*impression management* negli studi psicologici e sociologici si rinvia a Schlenker, B.R. (1980*), Impression Management: The Self-concept, Social Identity, and Interpersonal Relations*, Brooks-Cole, Belmont, CA; Riess, M., Rosenfeld, P., Melburg, V., & Tedeschi, J.T. (1981), "Self-serving attributions: biased private perceptions and distorted public descriptions", in *Journal of Personality and Social Psychology*, 41(2), pp. 224-231; Schneider, D.J. (1981), *Tactical Self-presentation: Toward a Broader Conception*, Academic Press, New York, NY.

Valore della produzione. In particolare, l'analisi si concentra sull'*impression management* nelle lettere agli azionisti (par. 2.3) e sull'*earnings management* di tipo *accrual* e *real* nei dati di bilancio (par. 2.4).

2.3.1. *L'*impression management *nelle lettere agli azionisti*

L'*impression management* può essere definito come l'insieme di pratiche volte a presentare i risultati aziendali in modo favorevole agli obiettivi manageriali, anche a costo di alterare la percezione della realtà da parte dei lettori esterni dei documenti di rendicontazione aziendale. Tale approccio persegue scopi diversi, tra cui la creazione di una specifica immagine dell'impresa, il rafforzamento della reputazione aziendale, la legittimazione delle attività d'impresa o la protezione dell'identità aziendale in momenti di crisi. Le pratiche di *impression management* mirano ad assicurarsi l'approvazione e il supporto degli *stakeholder* cercando di influenzarne le percezioni sulle *performance* aziendali e, quindi, le successive decisioni. Pertanto, possono avere potenzialmente conseguenze dannose, poiché alterano la trasparenza informativa e rischiano di penalizzare alcune categorie di interlocutori a favore di altre [24].

L'*impression management* si sviluppa principalmente in due ambiti: la componente testuale e quella visiva della rendicontazione aziendale. Nella narrativa testuale, Brennan e Merkl-Davies [25] hanno identificato diverse strategie di *impression management* che possono riguardare la presentazione delle informazioni (come, per esempio, nel caso della manipolazione semantica o retorica) e la *disclosure* delle informazioni (come, per esempio, nel caso della manipolazione tematica).

La manipolazione semantica si manifesta attraverso l'uso di tecniche che rendono volutamente difficoltosa la comprensione delle informazioni. Ciò può avvenire mediante l'utilizzo di un linguaggio tecnico poco accessibile o la scelta di una struttura testuale poco chiara. In particolare, una scarsa leggibilità del testo può servire a mascherare *performance* negative o mediocri.

---

[24] Sull'argomento si rimanda a Brennan, N.M., Guillamon-Saorin, E., & Pierce, A. (2009), "Methodological Insights: Impression management. Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures-a methodological note", in *Accounting, Auditing & Accountability*, 22(5), pp. 789-832; Brennan, N.M., & Merkl-Davies, D.M. (2013), "Accounting Narratives and Impression Management" in L. Jack, J. Davison, R. Craig (Eds), *The Routledge Companion to Accounting Communication*, Routledge, pp. 109-132; Neu, D. (1991), "Trust, impression management and the public accounting profession", in *Critical Perspectives on Accounting*, 2(3), pp. 295-313; Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998), "Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports", in *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), pp. 265-282.

[25] Brennan, N.M., & Merkl-Davies, D.M. (2013), *op. cit.*

La manipolazione retorica, invece, si basa sull'uso strategico del linguaggio per enfatizzare o attenuare determinati risultati aziendali. Un esempio tipico è l'impiego della forma passiva, che tende a distanziare l'impresa dalle proprie *performance*, oppure l'adozione di un linguaggio emozionale o persuasivo per stimolare un maggiore coinvolgimento degli *stakeholder*. Diversi studi hanno spesso associato questo atteggiamento a insoddisfacenti *performance* economico finanziarie conseguite nell'esercizio che l'impresa tenta di offuscare, mentre minoritario risulta l'uso di queste strategie per la valorizzazione di buoni risultati scaturiti dalle operazioni di gestione [26].

Infine, la manipolazione tematica si riferisce al tono generale del messaggio: le imprese con buone *performance* tendono a utilizzare espressioni ottimistiche per esaltare i propri successi, mentre un linguaggio più neutro o pessimista può essere adottato per minimizzare criticità della gestione aziendale o *performance* mediocri [27].

Anche la componente visiva offre ampie possibilità di *impression management.* Tabelle, grafici, immagini e foto, se selezionati o presentati in modo opportunistico, possono enfatizzare determinati aspetti della gestione d'impresa o, al contrario, distogliere l'attenzione da elementi meno favorevoli [28]. Beattie e Jones identificano alcune forme di infedele rappresentazione grafica (selettività, distorsione delle misure e dell'orientamento dei grafici, valorizzazione della presentazione) che possono indurre in errore il lettore esterno, fuorviando l'interpretazione dell'andamento delle variabili riportate. Si tratta, in particolare, della scelta opportunistica di rappresentare solo indicatori e grandezze di bilancio con *trend* positivi o dell'uso di scale non proporzionali o ancora dell'utilizzo di colori o altri elementi grafici volti a influenzare la percezione del lettore del documento, al fine di modificare la sua interpretazione delle *performance* aziendali e, quindi, condizionarne le scelte [29].

Gli studi empirici sull'*impression management* nei bilanci hanno analizzato il pacchetto informativo del bilancio nel suo complesso – spesso focalizzandosi

---

[26] Per un esempio di questi studi, si rinvia a Thomas, J. (1997), "Discourse in the marketplace: The making of meaning in annual reports", in *Journal of Business Communication*, 34(1), pp. 47-66.

[27] Per approfondimenti, si rimanda tra gli altri a Yang, J.H., & Liu, S. (2017), "Accounting narratives and impression management on social media", in *Accounting and Business Research*, 47(6), pp. 673-694; Garcia Osma, B., & Guillamon-Saorin, E. (2011), "Corporate governance and impression management in annual results press releases", in *Accounting, Organization & Society*, 36(4-5), pp. 187-208.

[28] Per una disamina dell'uso degli elementi visivi nell'ambito dell'*impression management* si rinvia, tra gli altri, a Davison, J. (2015), "Visualising accounting: An interdisciplinary review and synthesis", in *Accounting and Business Research*, 45(2), pp.121-165.

[29] Sull'argomento, si rimanda a Beattie, V., & Jones, M.J. (1999), "Australian financial graphs: An empirical study", in *Abacus*, 35(1), pp. 46-76.

su un tema specifico – oppure sezioni specifiche. Tra queste, particolare interesse hanno suscitato le lettere rivolte agli azionisti firmate da figure apicali dell'azienda quali CEO e presidente. Tali sezioni rappresentano infatti manifestazioni della *leadership* aziendale [30], sono firmate e caratterizzate da contenuti non standardizzati, posti nelle parti iniziali dei bilanci [31]. Sono inoltre lette da un ampio pubblico [32] e in grado di influenzare le decisioni di investimento [33]. Non rappresentando una componente obbligatoria del bilancio, le lettere gli azionisti consentono ai vertici aziendali più libertà nel presentare gli andamenti societari [34], con un documentato ricorso a diverse tecniche di *impression management*.

La letteratura presenta evidenze di questi comportamenti opportunistici attraverso analisi quantitative relative in prevalenza a singoli contesti nazionali, con una particolare attenzione per il Regno Unito. L'*impression management* è utilizzato in modo ampio nei *chairman's statement* delle imprese con una *performance* economico-finanziaria sia soddisfacente sia in peggioramento [35], enfatizzando gli elementi positivi dell'esposizione e attribuendo all'ambiente esterno quelli negativi. Le aziende caratterizzate da redditività particolarmente negativa si concentrano inoltre sul futuro, approfondendo meno i risultati ottenuti.

La comunicazione delle prospettive future avviene utilizzando un tono più positivo nelle aziende in perdita e rischiose, attraverso la riduzione delle frasi negative senza una modifica rilevante nel numero di quelle con tono positivo [36]. L'opportunismo in quest'ambito si manifesta anche con selettività delle informazioni comunicate e indicazioni vaghe [37]. Le aziende che pubblicano dati

---

[30] Amernic, J., & Craig, R. (2006), *CEO-speak: The language of corporate leadership*, McGill-Queen's Press-MQUP, Montreal.

[31] Clatworthy, M.A., & Jones, M.J., (2006), "Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), pp. 493-511.

[32] Clatworthy, M.A., & Jones, M.J. (2006), *op. cit.*

[33] Kaplan, S.E., & Pourciau, S. (1990), "An examination of the effect of the president's letter and stock advisory service information on financial decisions", in *Behavioral Research in Accounting*, 2, pp. 63-92.

[34] Aerts, W., & Yan, B. (2017), "Rhetorical impression management in the letter to shareholders and institutional setting: A metadiscourse perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(2), pp. 404-432.

[35] Clatworthy, M.A., & Jones, M.J. (2003), "Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives", in *Accounting and Business Research*, 33(3), pp. 171-185.

[36] Schleicher, T., & Walker, M., (2010), "Bias in the tone of forward-looking narratives", in *Accounting and Business Research*, 40(4), pp. 371-390.

[37] Schleicher, T. (2012), "When is good news really good news?", in *Accounting and Business Research*, 42(5), pp. 547-573.

meno soddisfacenti usano infatti orizzonti temporali non specifici, fanno maggiore riferimento a condizioni e obiettivi e includono meno informazioni espresse in forma numerica. Un altro studio [38], anch'esso condotto nel Regno Unito, mette in luce come i *chairman's statement* delle aziende con risultati negativi siano redatti con strutture grammaticali più complesse e contengano maggiori legami causali. Adottando una prospettiva teorica basata sulla letteratura psicologica, queste evidenze sono interpretate come un segnale non di opportunismo, bensì di un processo retrospettivo svolto dai vertici aziendali per ricostruire a posteriori i fattori che hanno contribuito a tali risultati.

Le lettere agli azionisti firmate dal CEO sono state analizzate in prevalenza con riguardo all'impiego della manipolazione retorica e all'attribuzione della *performance*. Alcuni studi *cross-country* hanno inoltre esaminato la relazione tra la nazionalità dell'impresa e l'*impression management*, rilevando interessanti differenze. Sebbene tutti i CEO tendano a spiegare gli andamenti positivi evidenziando i propri meriti e quelli negativi indicando cause esterne, la nazionalità dell'impresa è associata a modalità diverse. I CEO statunitensi, infatti, pongono maggiore accento sulle notizie positive rispetto a quelli giapponesi, che mostrano una più netta tendenza a usare l'*impression management* nell'esposizione delle notizie negative [39]. Un altro studio comparativo sulle lettere agli azionisti di aziende del Regno Unito e Stati Unti [40] identifica tre meccanismi di *impression management* basati sullo stile per rendere il messaggio più persuasivo. Tali tecniche comprendono: il ricorso a espressioni assertive o di acclamazione, il mantenimento di una posizione difensiva e un orientamento più distaccato e basato sulla logica. In linea con il maggior rischio di contenzioso che caratterizza gli Stati Uniti, i CEO americani usano con più frequenza espressioni con metadiscorsi e uno stile difensivo.

Con riguardo agli Stati Uniti, Craig e Brennan [41] hanno esaminato la relazione tra le scelte linguistiche compiute nelle lettere dei CEO e la reputazione aziendale. I loro risultati confermano che tale associazione è influenzata da dimensione e visibilità aziendale. Con riferimento al contesto italiano, studi recenti hanno svolto analisi empiriche di tipo longitudinale sulle società quotate, rilevando un

---

[38] Merkl-Davies, D.M., Brennan, N.M., & McLeay, S.J. (2011), "Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), pp. 315-344.

[39] Hooghiemstra, R. (2010), "Letters to the shareholders: A content analysis comparison of letters written by CEOs in the United States and Japan", in *International Journal of Accounting*, 45(3), pp. 275-300.

[40] Aerts, W., & Yan, B. (2017), *op. cit.*

[41] Craig, R.J., & Brennan, N.M. (2012), "An exploration of the relationship between language choice in CEO letters to shareholders and corporate reputation", in *Accounting Forum*, 36(3), pp. 166-177.

maggior ricorso all'*impression management*, misurato attraverso il tono, nelle lettere agli azionisti firmate da figure apicali con ruoli esecutivi [42]. Un'altra analisi sulle società quotate italiane nel periodo 2008-2015 ha identificato una associazione a U tra proprietà familiare e *impression management* attraverso l'uso di un tono ottimistico. Le aziende familiari presentano infatti meno problemi di agenzia di tipo 1 (tra agente e *principal*), ma sono comunque soggette a conflitti di tipo 2 (tra azionisti di controllo e minoranza). Inoltre, i conflitti di agenzia possono essere influenzati da ulteriori obiettivi legati al desiderio di preservare la ricchezza socioemotiva. Tali dinamiche spiegano l'andamento a U dell'associazione: all'aumentare della quota di proprietà familiare l'*impression management* si riduce (con la riduzione dei conflitti di tipo 1) e aumenta sopra un certo livello per il crescere dei conflitti di tipo 2. Questa curva risulta più piatta quando la famiglia ha una maggiore influenza sul CdA, poiché le considerazioni legate alla ricchezza socioemotiva attenuano i problemi di agenzia.

2.3.2. *Un'analisi empirica*

L'analisi sulle pratiche di *impression management* è stata condotta attraverso una raccolta dati manuale sui 253 bilanci delle imprese del campione. In primo luogo, è stato necessario individuare all'interno dei bilanci 2023 la presenza delle lettere rivolte agli azionisti. È infatti prassi diffusa inserire una lettera agli azionisti all'inizio del bilancio, ma la redazione è volontaria e avviene secondo modalità differenti in base alle scelte delle singole imprese. Dall'esame dei bilanci (Tabella 2.4) risulta che un'ampia maggioranza delle società del campione di riferimento redige almeno una lettera rivolta agli azionisti (92,5%) e circa la metà ne presenta due (50,6%), firmate da soggetti diversi (es. *chairman* e CEO).

Tabella 2.4. – *Lettere agli azionisti nel campione di riferimento*

Imprese incluse nel campione di riferimento	*253*
Imprese che non redigono la lettera agli azionisti	19
Imprese che redigono una lettera agli azionisti	106
Imprese che redigono due distinte lettere agli azionisti	128
Imprese che redigono la lettera agli azionisti	*234*
Lettere agli azionisti (totale)	*362*

Fonte: elaborazione personale.

[42] Bozzolan, S., Giornetti, A., Mattei, M., & Michelon, G. (2019), "Signing the letter to shareholders: Does the Signatory's role relate to impression management?", in *Financial Reporting*, (1), pp. 37-82.

Complessivamente, i 253 bilanci del campione contengono 362 lettere agli azionisti, le cui le caratteristiche principali sono state prese in esame per identificare un unico documento per impresa ai fini dell'analisi dell'*impression management*. In questa prospettiva, è di particolare interesse considerare che l'87% delle lettere indica un unico autore, con una notevole prevalenza del CEO (Tabella 2.5). I bilanci che comprendono più lettere includono una lettera da parte del *chairman* e una da parte del CEO, oppure una firmata da uno di questi due soggetti e un'altra dal *supervisory board* [43] o dal suo *chairman*.

Tabella 2.5. – *Autori delle lettere agli azionisti*

Autori	*N*	*%*	*N*	*%*
CEO	180	49,7%	180	77,6%
CEO e *chairman*	29	8,0%	29	12,5%
Chairman	88	24,3%	11	4,7%
CEO insieme ad altri soggetti	12	3,3%	12	5,2%
Chairman del *supervisory board*	47	13,0%	-	-
Supervisory board	6	1,7%	-	-
Lettere agli azionisti (totale)	*362*	*100%*		
Lettere agli azionisti incluse nell'analisi			*232*	*100%*

Fonte: elaborazione personale.

Per individuare un campione omogeneo ai fini dell'analisi dell'*impression management* sono state quindi considerate tutte le 221 lettere firmate dai CEO (da soli o con altri soggetti) e le 11 lettere dei *chairman* per le imprese che non includono lettere del CEO. Sono state invece escluse dall'analisi le due società che includono in bilancio solo la lettera del *supervisory board*, in considerazione del diverso ruolo svolto dal consiglio di sorveglianza, che si riflette in differenti caratteristiche della lettera. L'analisi dell'*impression management* è stata quindi svolta su 232 lettere agli azionisti, incluse nei bilanci 2023 di altrettante imprese appartenenti al campione di riferimento di 253 società.

Per tali documenti, sono stati raccolti manualmente dati sulle caratteristiche formali del documento (es. presenza del saluto a inizio lettera e destinatari) e sugli elementi visivi. Con riguardo a questi ultimi, si è considerata la presenza di tabelle, grafici e foto diverse da quelle del CEO; si tratta infatti di elementi

[43] La lettera del consiglio di sorveglianza è presente in bilanci di società tedesche, austriache e dei Paesi Bassi.

che possono contribuire a presentare la realtà aziendale in maniera sistematicamente favorevole.

Attraverso l'uso del software per l'analisi testuale, sono stati inoltre elaborati dati relativi a:

- manipolazione tematica, con particolare riferimento al tono;
- manipolazione semantica, considerando la complessità e la leggibilità;
- manipolazione retorica, con riguardo all'uso della forma passiva.

L'analisi del tono, utile per identificare la manipolazione tematica, è stata condotta con il supporto del software Nvivo 15, che individua il numero di frasi contenenti le parole associate a una scala di toni. Il software si basa su uno specifico vocabolario e identifica la gradazione di tono (molto positivo, moderatamente positivo, moderatamente negativo, molto negativo) sulla base del punteggio assegnato alle parole, tenendo conto di eventuali modificatori. In linea con la letteratura [44], il tono è stato determinato come il rapporto tra la somma di frasi molto positive e moderatamente positive, al numeratore, e la somma di tutte le frasi nelle quattro sfumature di tono. L'indicatore varia quindi tra 0 e 1 e deve essere interpretato come l'intensità del tono positivo usato dall'impresa nella comunicazione, con valori che crescono per testi caratterizzati da toni molto positivi.

La complessità del linguaggio, che rende meno accessibile la comprensione delle informazioni, è generalmente misurata tramite la lunghezza del testo, considerata un indicatore dell'ammontare delle informazioni fornite e, quindi, dei processi cognitivi richiesti per la comprensione del testo. Per l'analisi, la complessità del testo è stata calcolata tramite il logaritmo del numero delle parole e dei caratteri del documento analizzato [45].

La leggibilità del testo, che può essere misurata tramite diversi indici, è stata sintetizzata con l'indice *Flesch Reading Ease* che considera il numero delle sillabe per parola e la lunghezza delle frasi per determinare la difficoltà nella comprensione di un testo [46]. Il punteggio varia da zero a 100, aumentando in

---

[44] Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017), "Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(3), pp. 220-238.

[45] Per studi sulla complessità del linguaggio nella comunicazione aziendale, si rinvia a: De Franco, G., Hope, O.K., Vyas, D., & Zhou, Y. (2015), "Analyst report readability", in *Contemporary Accounting Research*, 32, pp. 76-104; Li, F., (2008), "Annual report readability, current earnings, and earnings persistence", in *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp. 221-247; Melloni, G., Caglio, A., & Perego, P. (2017), *op. cit*.

[46] Si rinvia a Kincaid, J.P., Fishburne, R.P., Rogers, R.L., & Chissom, B.S. (1975), Derivation of new readability formulas (automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula)

corrispondenza di una migliore leggibilità. Un punteggio da 60 a 70, associato alla capacità di lettura della scuola secondaria di primo grado, è considerato standard, mentre punteggi tra 30 e 50 sono attribuiti a documenti di difficile comprensione, associati a un livello accademico [47]. Nella presente ricerca, l'indice è stato calcolato processando tutti i file in Microsoft Word 365 che permette di determinare l'indice di leggibilità sopracitato nella sua versione originale, comunemente utilizzata dagli studiosi per indagare la leggibilità dei documenti di comunicazione aziendale [48].

La manipolazione retorica, che si basa sull'utilizzo del testo per persuadere e coinvolgere il lettore, è stata misurata calcolando la proporzione di frasi con verbi declinati al passivo sul totale delle frasi del documento. Sono state inoltre identificate le diverse forme di saluto iniziale e di *commitment* tramite la presenza di firma finale autografa e foto del sottoscrittore della lettera agli azionisti [49].

Su questa base di dati sono state svolte analisi statistiche descrittive e bivariate tenendo conto delle seguenti variabili relative alle imprese: settore di attività, *performance* economico-finanziaria (acquisite dalla banca dati Refinitiv Datastream) e rating ESG (da banca dati CSR Hub).

L'analisi evidenzia omogeneità in alcuni elementi visivi delle lettere, che comprendono in prevalenza una sola foto (85%), generalmente raffigurante gli autori, e con minore frequenza includono altre immagini (23%), grafici (7%) o tabelle (8%). Maggiore variabilità caratterizza il tipo di fotografia dell'autore, che è in prevalenza ambientata (60%) e in metà dei casi ritrae il soggetto con abbigliamento formale. La maggioranza delle imprese (65%) include inoltre nella lettera una frase in evidenza come elemento visivo a cui dare particolare risalto, che rappresenta un estratto o una frase che richiama l'identità aziendale.

Circa un terzo delle lettere analizzate (35%) si apre con una forma di saluto (es. *Dear shareholders*), rivolta nel 45% dei casi agli azionisti e con minore

for navy enlisted personnel, In *Technical report*, TN: Naval Technical Training, Memphis, TN: US Naval Air Station.

[47] Sull'argomento si rimanda a Flesch, R. (1948), "A new readability yardstick", in *Journal of applied psychology*, *32*(3), pp. 221-233 e a Brennan, N.M., & Merkl-Davies, D.M. (2013), *op. cit*.

[48] Per approfondimenti si rinvia a Barkemeyer, R., Comyns, B., Figge, F., & Napolitano, G. (2014), "CEO statements in sustainability reports: Substantive information or background noise?", in *Accounting Forum*, 38(4), pp. 241-257; Yusuf, J.E.W., & Jordan, M.M., (2017), "Accessibility of the Management's Discussion and Analysis to Citizen Users of Government Financial Reports", in *Public Budgeting & Finance*, Winter, pp. 74-91; Schroeder, N., & Gibson, C.H. (1990), "Readability of Management's Discussion and Analysis", in *Accounting Horizons*, 4(4), pp. 78-87.

[49] Per studi analoghi si rinvia a Bozzolan, S., Giornetti, A., Mattei, M., & Michelon, G. (2019), *cit.*; Clatworthy, M.A., & Jones, M.J. (2006), *op. cit.*; Thomas, J. (1997), "Discourse in the Marketplace: The Making of Meaning in Annual Reports", in *The Journal of Business Communication (1973)*, 34(1), pp. 47-66.

frequenza a *stakeholder* o a categorie più generiche (es. *friends*, *readers*). La firma autografa dell'autore, interpretata in letteratura [50] come espressione di *commitment*, compare nel 40% dei documenti.

Con riguardo alla manipolazione tematica, l'analisi del tono (Tabella 2.6) mette in luce la prevalenza di toni positivi, con un indicatore medio pari all'80% e il primo percentile pari al 72%. Le analisi sulla manipolazione semantica mostrano che la complessità, misurata da indicatori della lunghezza del testo (Tabella 2.6), è molto superiore rispetto a quella rilevata in studi precedenti (es. Clatworthy e Jones sui bilanci 1997 di 100 società del Regno Unito). Anche l'indice di leggibilità di Flesch (Tabella 2.6) conferma che le lettere richiedono elevate capacità per la comprensione, riportando un valore medio di circa 33, prossimo al limite inferiore dello stile classificato come difficile (30-50) [51]. Il valore appare sostanzialmente in linea con quelli degli studi precedenti [52]. Con riguardo all'uso delle forme passive, i risultati indicano un dato medio del 10%, che può essere meglio interpretato considerando le analisi sotto riportate sulle differenze tra le medie.

Tabella 2.6. – *Indicatori di* impression management

	Media	*SD*	*Min*	*p25*	*p50*	*p75*	*Max*
Tono	0,80	0,13	0,36	0,72	0,81	0,88	1
Complessità (No. Parole)	1.474,297	815,58	206	935	1.325	1.823	4.982
Complessità (No. Caratteri)	7.906,19	4.395,68	1.151	4.867	7.207	9.712	28.134
Complessità (Log No. Parole)	3,11	0,23	2,31	2,97	3,12	3,26	3,70
Complessità (Log No. Caratteri)	3,84	0,23	3,06	3,69	3,86	3,99	4,45
Leggibilità (*Flesch score*)	33,39	9,70	8	27,70	33,25	39,05	79,60
Manipolazione retorica	0,10	0,05	0	0,06	0,09	0,13	0,25

Fonte: elaborazione personale.

[50] Quick, R., & Sayar, S. (2024), "The effect of tone, signature, and visual elements in compliance management systems disclosures on financial analysts'decisions", in *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 55.

[51] Flesch, R. (1948), *op. cit.*

[52] Per un'efficace sintesi, si rinvia a Clatworthy, M.A., & Jones, M.J., (2001), "The effect of thematic structure on the variability of annual report readability", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3), pp. 311-326.

Considerando la *performance* economico-finanziaria delle imprese del campione (Tabella 2.7), notiamo che la maggioranza delle imprese con ROA superiore alla mediana presenta lettere redatte con un tono più positivo della media, mentre l'inverso avviene per le imprese a bassa redditività. I comportamenti della maggioranza delle imprese che nella tabella 2.7 sono incluse nei quadranti *Bassa redditività – Bassa incidenza di tono positivo* (64) e *Alta redditività – Alta incidenza di tono positivo* (74) appaiono complessivamente coerenti con una comunicazione neutra. Segnalano invece potenziali casi di manipolazione tematica le 52 imprese nel quadrante *Bassa redditività – Alta incidenza di tono positivo*. Le restanti 42 imprese, nel quadrante *Alta redditività – Bassa incidenza di tono positivo*, appaiono invece espressione di una comunicazione più sobria e cauta.

Tabella 2.7. – *Redditività e* tone management

	Bassa Redditività	*Alta Redditività*	*Totale*
Bassa incidenza di tono positivo	64	42	106
Alta incidenza di tono positivo	52	74	126
Totale	116	116	232

Fonte: elaborazione personale.

Le analisi bivariate eseguite tramite il test di Welsch hanno evidenziato alcune differenze significative tra le aziende in base alla *performance* economico-finanziaria e al settore di appartenenza (Tabella 2.8), mentre non indicano differenze significative in base ai rating ESG. Con riguardo alla redditività, il test di Welsch conferma una differenza di tono significativa (*p-value* 0,002) tra le aziende con diverso livello di ROA. Le aziende con ROA superiori alla mediana si esprimono con toni più positivi, il che può essere interpretato come evidenza di una comunicazione scevra da manipolazione tematica.

Tabella 2.8. – *Test di Welch sulle differenze tra le medie*

	Media per Bassa Redditività	*Media per Alta Redditività*	*P-value*
Tono	0,77	0,82	0,002
	Media in settori a basso impatto ambientale	*Media in settori ad alto impatto ambientale*	*P-value*
Tono	0,83	0,78	0,005
Leggibilità (*Flesch score*)	35,36	32,68	0,074
Manipolazione retorica	0,08	0,10	0,010

Fonte: elaborazione personale.

Con riferimento ai settori di attività, sono stati distinti i settori a basso impatto ambientale e ad alto impatto ambientale, adottando una classificazione in linea con la letteratura di *impression management* [53]. L'analisi bivariata (Tabella 2.8) indica che le lettere delle imprese dei settori ad alto impatto ambientale usano con minor frequenza un tono positivo (*p-value* 0,005), sebbene il tono positivo prevalga in entrambi i casi su quello negativo. Questo risultato può essere interpretato alla luce dell'elevata incertezza cui sono soggette le imprese di settori *brown* in un contesto economico caratterizzato da una forte pressione verso la transizione ecologica. Come rilevato a proposito della redditività, è possibile dedurre che il tono adottato dalle imprese non è largamente utilizzato in modo manipolatorio.

Evidenze di *impression management* possono essere invece identificate in termini di manipolazione semantica, con riguardo alla leggibilità, e retorica, con riferimento all'uso di forme passive. Le aziende attive in settori ad alto impatto ambientale presentano infatti lettere meno leggibili con una differenza debolmente significativa (*p-value* 0,074) e con maggiore ricorso alle forme passive con una differenza statisticamente significativa (*p-value* 0,010).

Complessivamente, i risultati mostrano la presenza di *impression management* attraverso non tanto la manipolazione tematica, quanto piuttosto quelle semantica e retorica. Le imprese europee appartenenti al campione paiono quindi rivolgersi ai lettori del bilancio senza opportunismo nella scelta dei

[53] Jones, M.J. (2011), "The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting", in *Accounting Forum*, 35(2), pp. 35-79.

temi trattati, ma optando per scelte semantiche e retoriche volte a influenzare favorevolmente le loro percezioni. Sebbene tali pratiche non rappresentino una violazione del quadro normativo, il rischio in termini di affidabilità del bilancio è che la comprensione della *performance* aziendale possa essere in una certa misura condizionata dall'utilizzo di modalità di presentazione opportunistiche.

2.4. Le politiche di *earnings management* di tipo contabile e reale

Un secondo ambito di studio relativo all'opportunismo nell'informativa di bilancio riguarda le pratiche di manipolazione contabile (*accrual earnings management*) e reale (*real earnings management*) del risultato economico. A questo proposito, si illustrano dapprima le misure maggiormente diffuse in letteratura per l'individuazione di queste pratiche manipolatorie (par. 2.4.1 e par. 2.4.2) e si presentano le evidenze circa il loro utilizzo da parte delle imprese del campione di riferimento (par. 2.4.3).

2.4.1. *L'*accrual-based earnings management

La manipolazione contabile del risultato economico (*accrual earnings management* [54]) trova spazio nell'area di discrezionalità consentita dai principi contabili. In contrasto con il principio di neutralità cui la facoltà valutativa del *management* dovrebbe essere informata, le pratiche di alterazione del risultato economico sono indirizzate verso specifiche finalità, riducendo in molti casi la qualità dell'informazione contabile [55].

La manipolazione al rialzo del risultato economico mira a influenzare positivamente la percezione che gli *stakeholder* (e, in particolare, i *primary user* del *financial reporting*) hanno delle *performance* aziendali [56] e può essere volta a

[54] Dechow, P.M., & Skinner, D.J. (2000), "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", in *Accounting Horizons*, 14(2), pp. 235-250.

[55] Dechow, P.M., Myers, L.A., & Shakespeare, C. (2010), "Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits", in *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), pp. 2-25. La letteratura sottolinea come le azioni di manipolazioni contabile non si esauriscano nella sfera dell'opportunismo, ma possono anche essere legate a una gestione efficiente degli utili (Dechow, P.M., & Skinner, D.J. (2000), "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", in *Accounting Horizons*, 14(2), pp. 235-250; Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005), "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management", in *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1101-1124).

[56] Healy, P.M., & Wahlen, J.M. (1999), "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", in *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.

raggiungere obiettivi specifici, quali chiudere l'esercizio in utile, battere le stime degli analisti o migliorare i compensi agli amministratori [57]. Le finalità che guidano la manipolazione al ribasso sono, invece, tipicamente riconducibili alla volontà di far scendere il valore di mercato prima della concessione di stock option o prima del riacquisto di azioni sul mercato, di creare riserve occulte o di riduzione dei costi politici [58].

La rilevazione di comportamenti di *accrual earnings management* viene effettuata sulla base dell'osservazione di diversi fattori. Anzitutto, la letteratura mette in evidenza che il *management* è incentivato a mettere in atto questi comportamenti con una finalità di *loss avoidance* quando, in assenza di manipolazione, l'impresa chiuderebbe l'esercizio in perdita [59]. In questa prospettiva, le imprese che potrebbero chiudere l'esercizio con piccole perdite hanno incentivi ad attuare politiche di *earnings increasing* per raggiungere un utile, seppure piccolo, alla fine del periodo [60]. Lo studio della distribuzione degli utili è stato impiegato dalla ricerca per evidenziare comportamenti finalizzati alla *loss avoidance* in contesti diversi [61]. Un altro indicatore di rilievo impiegato per studiare la *loss* avoidance è quello ottenuto rapportando imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite, misura indicata come 'EM4' nel

---

[57] Habib, A., & Hansen, J.C. (2008), "Target shooting: Review of earnings management around earnings benchmarks", in *Journal of Accounting Literature*, 27, pp. 25-70.

[58] Sulle *stock option*, si veda Coles, J.L., Hertzel, M., & Kalpathy, S. (2006), "Earnings management around employee stock option reissues", in *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), pp. 173-200; circa il riacquisto di azioni sul mercato si veda Gong, G., Louis, H., & Sun, A.X. (2008), "Earnings management and firm performance following open-market repurchases", in *The Journal of Finance*, 63(2), pp. 947-986; con riferimento alla creazione di riserve occulte, Levitt, A. (1998), "*The Numbers Game"*, Remarks of SEC Chairman Arthur Levitt at the New York University Center for Law and Business/New York University, e per una trattazione sui *political costs* il *seminal paper* di Zimmerman, J.L. (1983), "Taxes and firm size", in *Journal of accounting and economics*, 5, pp. 119-149.

[59] L'*earnings management* verrebbe, quindi, impiegato per evitare di entrare nell'area di perdita. Si veda, a questo proposito, il contributo di Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", in *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp. 99-126.

[60] Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999), "Earnings management to exceed thresholds", in *The Journal of Business*, 72(1), pp. 1-33; Daske, H., Gebhardt, G., & McLeay, S. (2006), "The distribution of earnings relative to targets in the European Union", in *Accounting and Business Research*, 36(3), pp. 137-167.

[61] Si vedano Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999), "Earnings management to exceed thresholds", in *The Journal of Business*, 72(1), pp. 1-33; Peasnell, K.V., Pope, P.F., & Young, S. (2005), Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? In *Journal of Business Finance & Accounting, 32*(7-8), pp. 1311-1346.; Daske, H., Gebhardt, G., & McLeay, S. (2006), "The distribution of earnings relative to targets in the European Union", in *Accounting and Business Research*, 36(3), pp. 137-167.

contributo del 2003 di Leuz, Nanda e Wysocki; valori più grandi della misura indicano maggiore propensione alla *loss avoidance* per le imprese in un determinato contesto.

Per comprendere l'entità della manipolazione, gli studi empirici si focalizzano su quelle poste, gli *accrual*, il cui stanziamento per competenza economica determina una distanza tra i flussi di cassa e i flussi reddituali; queste poste risentono tipicamente più delle altre della discrezione manageriale. Una vasta letteratura ha sviluppato e impiegato misure basate sugli *accrual* per descrivere le pratiche di *earnings management*. Un indicatore di comprensione immediata, particolarmente utile per il confronto a fini descrittivi, è dato dal rapporto tra valore assoluto degli *accrual* e valore assoluto dei flussi di cassa operativi. Questa misura di sintesi è stata, ad esempio, impiegata per confrontare le pratiche di *earnings management* tra imprese di diversi Paesi (misura denominata 'EM3' nello studio del 2003 di Leuz, Nanda e Wysocki).

Misure più complesse derivano da modelli di stima dei *discretionary accrual*, la parte discrezionale (anomala) degli *accrual*, ritenuta indicatore di manipolazione contabile. Questi modelli ricorrono agli *accrual* come variabili dipendenti e comprendono poi alcune grandezze da cui questi stessi valori stimati (i valori 'normali' degli *accrual*) dovrebbero derivare; i residui dei modelli [62] sono utilizzati come misura di *accrual earnings management*. Il modello più impiegato è quello di Jones (1991), che ha subito nel tempo modifiche e arricchimenti. Nella formulazione di Dechow et al. (1995), una delle più diffuse in letterature, il modello è [63]:

$$\frac{\mathrm{ACC}}{\mathrm{TA}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{\mathrm{TA}} + \beta_2 \frac{\Delta\mathrm{Sales} - \Delta\mathrm{Rec}}{\mathrm{TA}} + \beta_3 \frac{\mathrm{PPE}}{\mathrm{TA}} + \varepsilon \qquad (1)$$

I residui del modello sono considerati *discretionary accrual*, misura di *accrual earnings management* (AEM). Le evidenze dei numerosi studi che fanno ricorso a questo tipo di misura suggeriscono che diversi meccanismi di controllo possono contribuire alla riduzione delle prassi manipolatorie. Tra questi, la

[62] Stimati separatamente per ogni settore-anno.

[63] Dove ACC sono gli *accrual*, calcolati in molti studi come differenza tra variazione delle attività correnti (a esclusione delle disponibilità liquide) e variazione delle passività correnti (al netto dei debiti finanziari a breve) e ammortamenti e svalutazioni, Sales sono i ricavi delle vendite, Rec i crediti a fine anno, PPE il valore delle immobilizzazioni materiali a fine anno, TA il valore del totale attivo a inizio anno. I residui del modello sono stati considerati come misura di *discretionary accrual*, misura di *accrual earnings management* (AEM). Per un approfondimento, si veda anche Jones, J.J. (1991), "Earnings management during import relief investigations", in *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.

governance aziendale [64], l'implementazione di standard contabili più stringenti [65] il sistema di *enforcement* [66], che include revisori esterni [67] e istituzioni deputate [68].

Gli studi empirici mostrano anche che le imprese maggiormente indebitate sono più propense a manipolare gli utili a fronte di una maggiore rischiosità connessa all'indebitamento o per evitare la violazione dei *covenant* [69]. Inoltre, sembrano mostrare maggiori livelli di *earnings management* anche le imprese che crescono di più [70]. Guardando agli effetti, la ricerca indica che gli *user* rilevano le pratiche di *earnings management* con ricadute negative sul costo del capitale [71].

---

[64] Si vedano, a questo proposito, Klein, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", in *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp. 375-400; Peasnell, K.V., Pope, P.F., & Young, S. (2005), "Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?", in *Journal of Business Finance & Accounting, 32*(7-8), pp. 1311-1346; Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020), "How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case", in *Journal of International Financial Management & Accounting, 31*(1), pp. 98-133.

[65] Lo studio di Ipino, E., & Parbonetti, A. (2017), "Mandatory IFRS adoption: The trade-off between accrual-based and real earnings management", in *Accounting and Business Research*, 47(1), pp. 91-121, mostra che l'adozione degli IFRS in Europa è associata a minori livelli di *accrual earnings management*.

[66] Quagli, A., & Ramassa, P. (2018), *L'enforcement dell'informativa contabile* (Vol. 19), Giappichelli.

[67] Alzoubi, E.S.S. (2018), "Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan", in *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, pp. 69-84; Reid, L.C., Carcello, J.V., Li, C., Neal, T.L., & Francis, J.R. (2019), "Impact of auditor report changes on financial reporting quality and audit costs: Evidence from the United Kingdom", in *Contemporary Accounting Research, 36*(3), pp. 1501-1539.

[68] Si veda Quagli, A., Avallone, F., Ramassa, P., & Di Fabio, C. (2021), "Someone else's problem? The IFRS enforcement field in Europe", in *Accounting and Business Research*, 51(3), pp. 246-270.

[69] Doukakis, L.C. (2014), "The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), pp. 551-572; Cheng, Q., Lee, J., & Shevlin, T. (2016), "Internal governance and real earnings management", in *The Accounting Review*, 91(4), pp. 1051-1085.

[70] Windisch, D. (2021), "Enforcement, managerial discretion, and the informativeness of accruals", in *European Accounting Review*, 30(4), pp. 705-732.

[71] Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", in *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp. 1-36.; Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., & Schipper, K. (2004), "Costs of equity and earnings attributes", in *The Accounting Review*, 79(4), pp. 967-1010.

2.4.2. *Le pratiche di* real earnings management

Le imprese tendono a usare in misura consistente, spesso in combinazione con l'*accrual earnings management*, anche la manipolazione reale del risultato economico, che si avvale di azioni che interessano direttamente le operazioni di gestione.

Le evidenze empiriche supportano un effetto sostituzione tra i due tipi di manipolazione, soprattutto quando queste sono osservate in relazione ai livelli di scrutinio a cui l'impresa è soggetta. Ad esempio, all'aumentare della qualità della revisione esterna si ha una riduzione delle manipolazioni contabili ma un aumento di quelle reali [72]. Le manipolazioni che interessano azioni reali sono più difficili da rilevare da parte dei soggetti scrutinatori; quindi, il *real earnings management* può costituire un sostituto efficace dell'*accrual earnings management* in presenza dei controlli [73] . L'effetto sostituzione è supportato anche dagli studi che mostrano come i livelli di *real earnings management* siano aumentati in seguito a eventi che hanno comportato una certa riduzione nella discrezionalità contabile [74].

Con riferimento al *timing* delle pratiche di manipolazione, si può prospettare una sinergia tra le due tipologie di manipolazione, che lavorerebbero con una dinamica complementare [75]. Bisogna considerare che gli effetti della valutazione manageriale delle poste, necessaria alla manipolazione contabile, si manifestano principalmente dopo la data cui si riferisce il bilancio, durante il periodo di redazione dello stesso. Per estendere il periodo a disposizione per la manipolazione, gli amministratori potrebbero, quindi, affidarsi al *real earnings management* durante l'esercizio. L'*accrual earnings management* interverrebbe successivamente, in fase di redazione del bilancio, qualora tramite le azioni reali non fosse ancora stato raggiunto il risultato desiderato [76].

---

[72] Chi, W., Lisic, L.L., & Pevzner, M. (2011), "Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?", in *Accounting Horizons*, 25(2), pp. 315-335.

[73] Cohen, D.A., & Zarowin, P. (2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings", in *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

[74] Eventi quali, ad esempio, il passaggio del Sarbanes-Oxley Act (Cohen, D.A., Dey, A., & Lys, T.Z. (2008), "Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods", in *The Accounting Review*, 83(3), pp. 757-787)) e l'entrata in vigore degli IFRS (Ipino, E., & Parbonetti, A. (2017), "Mandatory IFRS adoption: The trade-off between accrual-based and real earnings management", in *Accounting and Business Research*, 47(1), pp. 91-121; Oz, I.O., & Yelkenci, T. (2018), "Examination of real and accrual earnings management: A cross-country analysis of legal origin under IFRS", in *International Review of Financial Analysis*, 58, pp. 24-37).

[75] Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005), "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management", in *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1101-1124.

[76] Zang, A. (2012), "Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management", in *The Accounting Review*, 87(2), pp. 675-703.

Lavori seminali sul *real earnings management* hanno individuato molteplici aspetti che lo segnalano portando all'attenzione tre principali fonti di manipolazione [77]. La prima è rappresentata dall'incremento delle vendite, specialmente nella fase finale dell'esercizio, effettuato talvolta anche praticando prezzi particolarmente bassi o concedendo insolite dilazioni di pagamento. La seconda strategia prevede una sovraproduzione che consente di allocare in modo più favorevole una parte dei costi fissi, riducendo il costo del venduto. La terza fonte è collegata alle cosiddette spese discrezionali, quali le spese di ricerca e sviluppo, le spese di pubblicità e le spese generali e amministrative. Tali costi, infatti, possono essere agevolmente tagliati senza ricadute di breve termine sulle principali operazioni aziendali.

Da un punto di vista metodologico, le misure di *real earnings management* riconducibili a queste strategie stimano la componente anomala dei flussi di cassa della gestione, dei costi di produzione e delle spese discrezionali [78]. In tutti i casi, le grandezze di riferimento sono usate come variabili dipendenti in modelli in cui le variabili indipendenti sono considerate efficaci predittori del livello normale di tali grandezze [79]. I residui dei modelli utilizzati [80] sono usati come valori anomali di flussi di cassa, costi di produzione e spese discrezionali, indicando la presenza di potenziali azioni di *real earnings management*. Questo lavoro si allinea alla letteratura precedente e stima il livello normale dei flussi di cassa tramite il seguente modello [81]:

$$\frac{\text{CFO}}{\text{TA}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{\text{TA}} + \beta_2 \frac{\text{Sales}}{\text{TA}} + \beta_3 \frac{\Delta\text{Sales}}{\text{TA}} + \varepsilon \qquad (2)$$

I residui (Ɛ) rappresentano i flussi anomali. Le politiche di vendita aggressive porteranno a flussi di cassa inferiori al normale a causa degli sconti e delle dilazioni di pagamento praticate. Pertanto, valori più bassi di Ɛ indicano maggiori livelli di manipolazione delle operazioni.

---

[77] Roychowdhury, S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", in *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp. 335-370.

[78] Habib, A., & Hansen, J.C. (2008), "Target shooting: Review of earnings management around earnings benchmarks", in *Journal of Accounting Literature*, 27, pp. 25-70.

[79] Cohen, D.A., & Zarowin, P. (2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings", in *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

[80] Stimati separatamente per ogni settore-anno.

[81] Dove *CFO* sono i flussi di cassa operativi, *Sales* rappresenta i ricavi delle vendite e *TA* il totale attivo a inizio anno.

Per determinare il livello normale dei costi di produzione, viene usato il seguente modello [82]:

$$\frac{\text{Prod}}{\text{TA}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{\text{TA}} + \beta_2 \frac{\text{Sales}}{\text{TA}} + \beta_3 \frac{\Delta\text{Sales}}{\text{TA}} + \beta_3 \frac{\Delta\text{Sales(t-1)}}{\text{TA}} + \varepsilon \quad (3)$$

I residui (Ɛ) rappresentano i costi di produzione anomali, che si riveleranno insolitamente alti in caso di sovraproduzione. Valori più elevati di Ɛ corrispondono a maggiori livelli di *real earnings management*.

Infine, per le spese discrezionali viene stimato il seguente modello [83]:

$$\frac{\text{Disc}}{\text{TA}} = \alpha + \beta_1 \frac{1}{\text{TA}} + \beta_2 \frac{\text{Sales(t-1)}}{\text{TA}} + \varepsilon \quad (4)$$

I residui (Ɛ) rappresentano le spese discrezionali anomale. In caso di taglio delle spese discrezionali, tali costi vedranno una insolita diminuzione. Pertanto, livelli più bassi di Ɛ sono associati a un maggior ricorso alla manipolazione delle operazioni.

Alcuni autori mettono in luce che le aziende che hanno incentivi a mostrare una *performance* migliore (es. per superare le previsioni o perché il *management* è prossimo alla fine del mandato) mostrano una consistente riduzione nelle spese di ricerca e sviluppo [84]. Altri dimostrano che le imprese che promuovono una *seasoned equity offering* mostrano livelli maggiori di *real earnings management* [85], così come alti livelli di indebitamento e i relativi *covenant* [86].

---

[82] Dove *Prod* sono i costi di produzione, calcolati come somma del costo del venduto e della variazione delle rimanenze, *Sales* rappresenta i ricavi delle vendite e *TA* il totale attivo a inizio anno.

[83] Dove *Disc* sono le spese discrezionali, calcolate come somma delle spese di ricerca e sviluppo, delle spese di pubblicità e dei costi generali e amministrativi, *Sales* rappresenta i ricavi delle vendite e *TA* il totale attivo a inizio anno. Tali costi sono considerati pari a zero se il dato non è disponibile.

[84] Dechow, P.M., & Sloan, R.G. (1991), "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation", in *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp. 51-89; Bushee, B.J. (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", in *The Accounting Review*, pp. 305-333.

[85] Cohen, D.A., & Zarowin, P. (2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings", in *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

[86] Anagnostopoulou, S.C., & Tsekrekos, A.E. (2017), "The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management", in *Accounting and Business Research*, 47(2), pp. 191-236. Inoltre, dal punto di vista degli *user*, le evidenze mostrano anche come gli investitori siano in grado di cogliere segnali di manipolazione facendo scontare un maggior costo del capitale per le imprese che presentano una inferiore capacità dei redditi di predire i futuri flussi di cassa e caratterizzate da maggiori livelli di asimmetrie informative. Si vedano: Li, V. (2019), "The effect of real earnings

2.4.3. *Un'analisi empirica*

L'analisi empirica approfondisce l'esercizio opportunistico della discrezionalità in termini contabili al variare della solidità aziendale e si concentra poi sul ricorso delle imprese a entrambe le strategie manipolatorie, contabile e reale, nell'ambito delle 253 imprese non finanziarie tra le prime 300 dell'EuroStoxx 600 per Valore della produzione osservate nel periodo 2010-2023 [87]. L'analisi impiega quattro tra le misure più diffuse in letteratura (Tabella 2.9):

Tabella 2.9. – *Misure impiegate nell'analisi empirica e principali risultati*

Misure impiegate	*Definizione*	*Evidenze*
EM3	Rapporto tra valore assoluto degli *accrual* e il valore assoluto dei flussi di cassa operativi – Leuz et al., 2003.	Il valore massimo di EM3 è raggiunto durante la pandemia da Covid-19. Le imprese con più alti livelli di indebitamento mostrano il valore mediano più alto di EM3.
EM4	Rapporto tra imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite – Leuz et al., 2003.	EM4 registra valori complessivamente elevati: le imprese con piccoli utili superano di gran lunga quelle con piccole perdite. EM4 è particolarmente alto in momenti di tensioni macroeconomiche e vi sono importanti differenze tra i Paesi.
AEM	*Discretionary accrual* come da Jones (1991) modificato da Dechow et al. (1995).	Il 91% delle imprese con *income increasing* chiude in utile, nel 26% dei casi senza *discretionary accrual* le imprese sarebbero in perdita. Il 13% delle imprese con *income decreasing* chiude in perdita, nel 3% dei casi questa strategia viene impiegata solo per cambiare il segno al risultato economico e chiudere con una piccola perdita.
REM	Combinazione della parte anomala dei flussi di cassa, dei costi di produzione e delle spese discrezionali come Cohen e Zarowin (2010).	L'89% delle imprese che combinano *income increasing* contabile e reale (444 casi) chiude in utile. Si evidenzia un ruolo sinergico di *accrual* e *real earnings management* nel 28% dei casi.

Fonte: elaborazione personale.

management on the persistence and informativeness of earnings", in *The British Accounting Review*, 51(4), pp. 402-423; Kim, J., & Sohn, B.C. (2013), "Real earnings management and cost of capital", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), pp. 518-543.

[87] Dato che la costruzione di alcune misure funzionali alla rilevazione di politiche di *earnings management* richiede l'utilizzo di variabili relative all'esercizio che precede quello di riferimento, l'analisi impiega i dati relativi alle imprese del campione a partire dal 2009. I dati di bilancio necessari al fine dell'analisi sono stati ottenuti da Refinitiv Datastream.

Le prime due (EM3 e EM4) sono le misure usate da Leuz, Nanda e Wysocki [88] per il confronto *cross-country* delle attitudini manipolatorie. 'EM3'consente di individuare la distanza tra valore assoluto degli *accrual* e il valore assoluto dei flussi di cassa operativi, mentre 'EM4' è funzionale allo studio dell'attitudine alla *loss avoidance*. Per approfondire il ricorso all'*accrual* e al *real earnings management* sono state inoltre impiegate le misure tra le più diffuse in letteratura, precedentemente discusse e riportate nella Tabella 2.9 [89].

I risultati relativi alla distribuzione degli utili (scalati per il totale attivo) confermano che l'interesse per il raggiungimento di un risultato positivo rappresenta un driver per il ricorso all'*earnings management*. Per definire i 'piccoli utili' si fa riferimento a un rapporto tra risultato netto e valore dell'attivo a inizio esercizio maggiore di 0 e inferiore a 0,01 [90]. Analizzando la distribuzione, si può notare come molte imprese chiudano con un piccolo utile [91] (Figura 2.2). Questo suggerisce che imprese che potrebbero chiudere l'esercizio con piccole perdite hanno incentivi ad attuare politiche di *increasing earnings management* per raggiungere un utile, seppure piccolo [92] . L'importante diffusione di questi atteggiamenti è testimoniata dalla numerosità di imprese che riportano piccoli utili, decisamente maggiore – in linea con la ricerca precedente – di quella delle imprese con piccole perdite.

---

[88] Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003), "Earnings management and investor protection: An international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505-527.

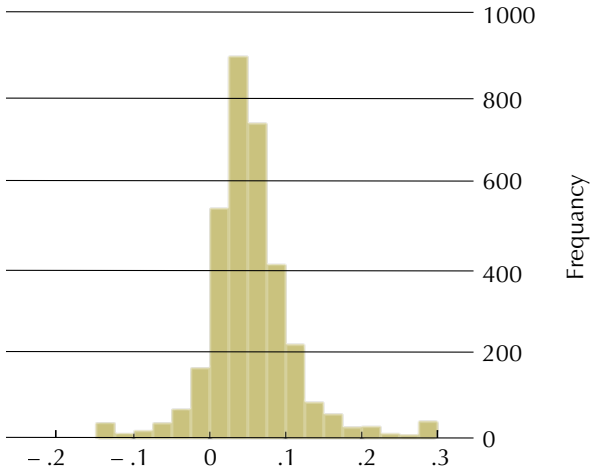
[89] *Modified Jones model* (come indicato in Dechow, P.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A.P. (1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", in *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp. 1-36) e misura aggregata di *real earnings management* (come ripreso da Cohen, D.A., & Zarowin, P. (2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings", in *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19).

[90] Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003), *op. cit.*

[91] La grandezza è stata winsorizzata al 1° e al 99° percentile.

[92] Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999), "Earnings management to exceed thresholds", in *The Journal of Business*, 72(1), pp. 1-33; Daske, H., Gebhardt, G., & McLeay, S. (2006), "The distribution of earnings relative to targets in the European Union", in *Accounting and Business Research*, 36(3), pp. 137-167.

Figura 2.2. – *La distribuzione degli utili nel campione*



Fonte: elaborazione personale.

Per studiare più in dettaglio la propensione alla *loss avoidance*, è stato esaminato il rapporto tra imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite (misura EM4). Le imprese con piccoli utili superano di gran lunga quelle che riportano piccole perdite, confermando le evidenze precedenti, ancorché con alcune discontinuità temporali (Tabella 2.10). Il rapporto tra imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite è particolarmente elevato nel 2010, esercizio caratterizzato da tensioni nello scenario macroeconomico.

Tabella 2.10. – *Rapporto tra imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite (EM4) per anno* [93]

Anno	*Utile*	*Piccoli utili (n)*	*Piccoli utili (%)*	*Perdita*	*Piccole perdite (n)*	*Piccole perdite (%)*	*Piccoli utili/piccole perdite*
2010	225	10	4.4%	10	1	10.0%	10
2011	212	4	1.9%	25	6	24.0%	0,7

[93] Le imprese con piccoli utili sono quelle con un rapporto tra utile e totale attivo a inizio esercizio compreso tra 0 e 0,01. Le imprese con piccole perdite sono quelle con un rapporto tra perdita e totale attivo a inizio esercizio compreso tra –0,01 e 0 (come suggerito in Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003), "Earnings management and investor protection: An international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505-527). La percentuale di imprese con piccoli utili si riferisce all'incidenza di tali imprese sul totale di quelle in utile, quella delle imprese con piccole perdite all'incidenza di tali imprese sul totale di quelle in perdita.

Anno	*Utile*	*Piccoli utili (n)*	*Piccoli utili (%)*	*Perdita*	*Piccole perdite (n)*	*Piccole perdite (%)*	*Piccoli utili/piccole perdite*
2012	214	12	5.6%	23	4	17.4%	3
2013	209	16	7.7%	31	8	25.8%	2
2014	222	17	7.7%	21	7	33.3%	2,4
2015	212	11	5.2%	33	4	12.1%	2,8
2016	223	13	5.8%	22	4	18.2%	3,3
2017	232	8	3.4%	17	4	23.5%	2
2018	235	14	6.0%	17	4	23.5%	3,5
2019	230	17	7.4%	23	7	30.4%	2,4
2020	199	19	9.5%	54	10	18.5%	1,9
2021	236	14	5.9%	17	3	17.6%	4,7
2022	226	6	2.7%	27	5	18.5%	1,2
2023	223	17	7.6%	30	7	23.3%	2,4
Totale	3.098	178	5,7%	350	74	21.1%	2,4

Fonte: elaborazione personale.

Analizzando i valori di EM4 per i singoli Paesi cui sono riconducibili le imprese del campione, si notano importanti differenze che possono trovar spiegazione nei fattori istituzionali caratterizzanti i diversi contesti istituzionali - ad esempio, il livello di *enforcement* (Tabella 2.11) [94].

Tabella 2.11. – *Rapporto tra imprese con piccoli utili e imprese con piccole perdite (EM4) per Paese*

Paese	*Utile*	*Piccoli utili (n)*	*Piccoli utili (%)*	*Perdita*	*Piccole perdite (n)*	*Piccole perdite (%)*	*Piccoli utili/piccole perdite*
Austria	53	3	5.7%	3	0	0.0%	n.d.
Belgio	55	5	9.1%	1	0	0.0%	n.d.
Danimarca	80	4	5.0%	18	4	22.2%	1
Finlandia	109	4	3.7%	17	3	17.6%	1,3
Francia	580	46	7.9%	50	13	26.0%	3,5

[94] In linea con i risultati presentati da Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P.D. (2003), "Earnings management and investor protection: An international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505-527, la Spagna mostra un'incidenza di imprese con piccoli utili molto elevata.

Paese	*Utile*	*Piccoli utili (n)*	*Piccoli utili (%)*	*Perdita*	*Piccole perdite (n)*	*Piccole perdite (%)*	*Piccoli utili/piccole perdite*
Germania	504	29	5.8%	72	14	19.4%	2,1
Irlanda	104	2	1.9%	8	0	0.0%	n.d.
Italia	80	8	10.0%	18	4	22.2%	2
Lussemburgo	43	3	7.0%	13	5	38.5%	0,6
Norvegia	69	5	7.2%	15	2	13.3%	2,5
Olanda	211	11	5.2%	33	5	15.2%	2,2
Polonia	24	1	4.2%	4	0	0.0%	n.d.
Portogallo	40	2	5.0%	2	0	0.0%	n.d.
Regno Unito	560	34	6.1%	61	14	23.0%	2,4
Spagna	129	7	5.4%	11	1	9.1%	7
Svezia	183	5	2.7%	8	1	12.5%	5
Svizzera	274	9	3.3%	16	8	50.0%	1,1
Totale	3.098	178	5.7%	350	74	21.1%	2,4

Fonte: elaborazione personale.

I piccoli utili, segno di potenziale ricorso a pratiche finalizzate alla *loss avoidance*, possono essere raggiunti tramite la manipolazione degli *accrual*. Iniziali evidenze sulla manipolazione degli *accrual* risultano dell'impiego del rapporto tra il valore assoluto di questi [95] e quello dei flussi di cassa operativi (misura 'EM3'). Il valore mediano di EM3 nel periodo di osservazione è pari a 0,51, indicando, in termini mediani, *accrual* in valore assoluto pari al 51% del valore assoluto dei flussi di cassa operativi (Tabella 2.12) [96].

Tabella 2.12. – *Statistiche descrittive per il rapporto tra* accrual *e flussi di cassa operativi (EM3)*

Misura di EM	*Media*	*25 p*	*Mediana*	*75 p*	*Dev. St.*
EM 3	0,798	0,269	0,510	0,845	1,160

Fonte: elaborazione personale.

[95] Gli *accrual* sono calcolati come differenza tra variazione delle attività correnti (a esclusione delle disponibilità liquide) e variazione delle passività correnti (al netto dei debiti finanziari a breve) e ammortamenti e svalutazioni.

[96] EM3 è stata winsorizzata al 1° e al 99° percentile per neutralizzare gli effetti dei valori estremi.

Nel periodo di osservazione, i valori mediani del rapporto osservato variano da un minimo di 0,428 (valore mediano degli *accrual* pari al 43% dei flussi di cassa operativi) raggiunto nel 2011 a un massimo di 0,631 (valore mediano degli *accrual* pari al 63% dei flussi di cassa operativi) nel 2020, esercizio interessato dalla pandemia da Covid-19 (Tabella 2.13) [97].

Tabella 2.13. – *Il rapporto tra* accrual *e flussi di cassa operativi (EM3) per anno*

Anno	*N.*	*Media*	*Mediana*	*Dev. St.*
2010	227	0,662	0,482	0,964
2011	231	0,771	0,428	1,138
2012	233	0,827	0,537	1,244
2013	236	0,974	0,576	1,399
2014	239	0,763	0,523	0,936
2015	241	0,892	0,529	1,379
2016	243	0,750	0,488	1,006
2017	234	0,669	0,477	0,969
2018	248	0,804	0,500	1,263
2019	251	0,760	0,536	1,062
2020	252	0,832	0,631	0,912
2021	251	0,813	0,495	1,244
2022	251	0,789	0,451	1,329
2023	251	0,856	0,552	1,225

Fonte: elaborazione personale.

In considerazione dell'incentivo fornito dal livello di indebitamento all'adozione di pratiche di *earnings management*, i valori di EM3 sono stati studiati alla luce del livello di indebitamento dell'impresa fornendo una rappresentazione della stessa in funzione dei quartili del rapporto tra totale debiti e totale attivo. Le evidenze mostrano dati mediani a supporto della propensione delle imprese più indebitate a ricorrere agli *accrual* per attuare politiche di bilancio

[97] Questo andamento risulta in linea con la letteratura che mostra una certa accortezza delle imprese nell'adeguamento dei numeri di bilancio in vista/durante situazioni di crisi e durante la pandemia (Han, J.C., & Wang, S.W. (1998), "Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis", in *The Accounting Review*, pp. 103-117; Taylor, D., Awuye, I.S., & Cudjoe, E.Y. (2023), "Covid-19 pandemic, a catalyst for aggressive earnings management by banks?", *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(1), 107032.

(Tabella 2.14). I valori mediani mostrano una crescita progressiva di EM3 passando dalle imprese del primo quartile di indebitamento a quelle del quarto. Le imprese riconducibili al quarto quartile mostrano il valore mediano più alto di EM3 per il periodo di osservazione (valore mediano degli *accrual* pari a circa il 59% dei flussi di cassa operativi) [98]. Nel complesso, le evidenze sono spiegabili alla luce del fatto che in presenza di un più elevato indebitamento cresce anche la propensione manageriale per manipolare i numeri di bilancio al fine di mostrare l'impresa come più solida (a fronte di un maggior scrutinio da parte dei finanziatori) e di evitare violazioni di *covenant*.

Tabella 2.14. – *Il rapporto tra* accrual *e flussi di cassa operativi (EM3) per quartile di indebitamento*

Quartile di indebitamento	*Media*	*Mediana*	*Dev. St.*
Q1	0,821	0,435	1,371
Q2	0,731	0,497	0,960
Q3	0,714	0,510	0,925
Q4	0,931	0,589	1,314

Fonte: elaborazione personale.

Al fine di approfondire il fenomeno, è stata effettuata un'analisi descrittiva sui segnali di *accrual earnings management* e *real earnings management* più diffusi in letteratura. La Tabella 2.15 presenta le statistiche descrittive[99].

Tabella 2.15. – *Statistiche descrittive per AEM e REM*

Misura di EM	*Media*	*25 p*	*Mediana*	*75 p*	*Dev. St.*
AEM	0,000	– 0,027	0,001	0,026	0,053
REM	0,000	– 0,097	0,012	0,103	0,235

Fonte: elaborazione personale.

[98] I dati medi non mostrano la stessa univocità nei primi tre quartili, anche se confermano decisamente il ricorso all'*earnings management* da parte delle imprese del quarto quartile di indebitamento; il valore medio è decisamente più elevato (oltre il 93%), anche se da considerare con cautela alla luce delle distorsioni delle quali può risentire la media.

[99] Nell'eseguire la somma delle tre misure di *real earnings management*, i flussi di cassa anomali e le spese discrezionali anomale vengono moltiplicate per –1, essendo valori più bassi di queste misure associati a maggiori livelli di *real earnings management*. In questo modo, è possibile creare una misura per la quale valori più alti corrispondono a valori più elevati di manipolazione degli utili.

Da ulteriori elaborazioni emergono elementi utili per ragionare sulla strategia impiegata dal *management* nelle politiche di bilancio (Tabella 2.16). Le evidenze indicano un'efficacia diversa delle politiche *income increasing* e *income decreasing*. Infatti, in 73 casi su 848 (circa il 9% delle osservazioni) le strategie di *income increasing* portano a un risultato economico negativo, riuscendo comunque a ridurre l'entità della perdita nell'81% dei casi, che mostrano infatti piccole perdite. In 775 casi su 848 (91% delle osservazioni), la strategia *income increasing* risulta decisamente efficace in quanto contribuisce a produrre a un risultato economico positivo. In 220 casi (26%, non mostrato in tabella), il valore dei *discretionary accrual* positivi è almeno pari all'utile scalato per il totale attivo e quindi risulta determinante per la chiusura in utile. Le strategie *income decreasing* sono associate a una perdita d'esercizio in 106 casi (13%) e sono impiegate a sola riduzione dell'utile in 716 casi (87%). Considerando i casi di perdita, nel 22% si tratta di perdite piccole (23 su 106 casi), suggerendo che la manipolazione contabile al ribasso viene impiegata quanto basta per cambiare il segno al risultato economico. Nel restante 78% dei casi, invece, l'impresa sembra impiegare l'*income decreasing* per acuire la perdita.

Guardando ai casi di riduzione dell'utile, nel 7% l'impresa riesce evidentemente a ridimensionarlo portando il risultato nell'area del 'piccolo utile'.

Tabella 2.16. – Accrual earnings management *e risultato economico* [100]

	Accrual earnings management					
Risultato economico	*Increasing EM*		*Decreasing EM*		*Totale*	
	n.	*%*	*n.*	*%*	*n.*	*%*
Grandi perdite	14	1,65%	83	10,10%	97	5,81%
Piccole perdite	59	6,96%	23	2,80%	82	4,91%
Piccoli utili	49	5,78%	53	6,45%	102	6,11%
Grandi utili	726	85,61%	663	80,66%	1389	83,17%
Totale in utile	775	91,39%	716	87,10%	1491	89,28%
Totale in perdita	73	8,61%	106	12,90%	179	10,72%
Totale	848	100,00%	822	100,00%	1670	100,00%

Fonte: elaborazione personale.

[100] Le percentuali sono calcolate sul totale di colonna.

Considerando il ricorso simultaneo alle pratiche di *earnings management* di tipo contabile e il ricorso alle pratiche di *earnings management* di tipo reale, si nota che in 444 casi le imprese combinano strategie *income increasing* contabile e reale. Confrontando, in particolare, il risultato economico scalato per il totale attivo con la somma delle misure di *real* e *accrual earnings management* è possibile comprendere in quanta parte il risultato sia determinato dalle scelte opportunistiche del *management*.

In 397 casi si ha un utile a fronte dell'uso congiunto di pratiche *income increasing* contabile e reale, mentre nei restanti 47 si ha una perdita. Guardando alle imprese che chiudono in utile (Tabella 2.17) e distinguendo tra piccoli utili (25 casi) e utili d'importo più rilevante (in tabella indicati come 'grandi' utili, 372 casi), emerge che i piccoli utili sono determinati dal ricorso alla combinazione di *real* e *accrual earnings management*. In questi casi, infatti, il risultato economico scalato per il totale attivo risulta inferiore alla somma delle misure di *real* e *accrual earnings management*. Nell'87% dei casi (346 osservazioni), l'impiego combinato dei due tipi di *income increasing* è dirimente ai fini di ottenere un risultato economico positivo, che si traduce in piccoli utili nei menzionati 25 casi (7%) e in utili più rilevanti in 321 casi (93%).

Tabella 2.17. – *Politiche di* income increasing *e risultato economico conseguito*

Risultato economico	*Imprese con valori positivi di REM e AEM*		*Imprese in utile grazie a AEM e REM*	
	n.	*%*	*n.*	*%*
Piccoli utili	25	6%	25	7%
Grandi utili	372	94%	321	93%
Totale	397	100%	346	100%

Fonte: elaborazione personale.

Guardando a cosa accadrebbe in assenza di *earnings management* (Tabella 2.18), solo nel 13% dei casi (51 osservazioni) le imprese sarebbero state in utile senza il ricorso a politiche *income increasing* e nessuna di queste avrebbe presentato piccoli utili. Confrontando il risultato economico scalato per il totale attivo al lordo del *real earnings management* con i *discretionary accrual* positivi, è possibile ragionare sull'effetto di pratiche manipolatorie sul ruolo 'di rifinitura' del risultato d'esercizio esercitato dall'*accrual earnings management*. Infatti, le azioni manipolatorie reali sono distribuite prima della chiusura dell'esercizio, a gestione in corso, mentre l'esercizio opportunistico della discrezionalità valutativa emergerebbe in fase di redazione del bilancio, qualora

non fosse ancora stato raggiunto il risultato desiderato [101]. In 125 casi, nonostante le azioni di manipolazione reale effettuate durante la gestione, per chiudere l'esercizio in utile evitando la perdita è stato necessario il ricorso all'*accrual earnings management*; in 21 casi, grazie all'opportunismo nelle valutazioni, l'impresa chiude con un piccolo utile e, nei restanti 104 casi, il risultato economico conseguito è un utile maggiore.

Tabella 2.18. – *Ruolo di* accrual *e* real earnings management *nella determinazione dell'utile di periodo*

Risultato economico	*Imprese in utile in assenza di EM*		*Imprese per cui l'AEM è determinante*	
	n.	*%*	*n.*	*%*
Piccoli utili	0	0%	21	17%
Grandi utili	51	100%	104	83%
Totale	51	100%	125	100%

Fonte: elaborazione personale.

2.5. Una visione d'insieme

Le considerazioni sin qui sviluppate debbono essere inquadrate nel più ampio ambito della comunicazione aziendale, su temi economico-finanziari e ESG, e della *performance* aziendale in senso ampio, qui comprendendo anche la *performance* ESG.

L'inquadramento dei comportamenti opportunistici in bilancio – tanto in termini di *impression management* quanto in termini di *accrual earnings management* e *real earnings management* – nell'ambito della comunicazione in senso ampio viene effettuato con un'analisi congiunta di tali profili. In particolare, i comportamenti opportunistici nei bilanci 2023 delle imprese del campione di riferimento sono stati analizzati congiuntamente a: (i) la qualità della loro *disclosure* ESG (come misurata nel Capitolo 1 di questo volume), e (ii) la *performance* ESG (misurata dall'indicatore *ESG score* fornito da Refinitiv Datastream). Le imprese sono state suddivise in gruppi in funzione del valore (entro/oltre mediana) delle misure di *earnings* e *impression management* e del

[101] Zang, A. (2012), "Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management", in *The Accounting Review*, 87(2), pp. 675-703; Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005), "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management", in *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1101-1124.

punteggio conseguito in termini di qualità dell'informativa ESG [102] e di *performance* ESG (entro/oltre mediana).

Con riferimento alle politiche di *earnings management* e alla qualità dell'informativa ESG (Tabella 2.19), i risultati suggeriscono una certa disconnessione tra le politiche contabili e le prassi adottate per la *disclosure* ESG.

Tabella 2.19. – *Qualità della comunicazione ESG ed* earnings management

Indicatori delle strategie di EM	*Qualità della disclosure ESG*		*Totale*
	Entro la mediana	Superiore alla mediana	
Scostamento tra *accrual* e flussi di cassa (EM3 – Leuz et al., 2003)			
Superiore alla mediana	93 (38,3%)	29 (11,9%)	122 (50,2%)
Entro la mediana	89 (36,6%)	32 (13,2%)	121 (49,8%)
Impiego dell'*accrual EM* (*discretionary accrual* – Dechow et al., 1995)			
Imcome-increasing	39 (32,7%)	17 (14,3%)	56 (47%)
Income-decreasing	44 (37%)	19 (16%)	63 (53%)
Impiego congiunto di *accrual* e *real* EM			
Imprese che combinano accrual e real EM	25 (21%)	7 (5,8%)	32 (26,8%)
Imprese che non combinano accrual e real EM	58 (48,8%)	29 (24,4%)	87 (73,2%)

Fonte: elaborazione personale.

[102] Quest'analisi ricorre al valore dell'indicatore della qualità della disclosure ESG definito e calcolato nel Capitolo 1 di questo volume, disponibile per 245 imprese del campione. Dato che molte imprese (73 su 245) mostrano un valore dell'indicatore uguale al suo valore mediano (0,7143) si crea una forte asimmetria tra imprese con punteggi al di sopra di tale soglia e imprese con valori pari o inferiori. Il numero di osservazioni disponibili risente inoltre del tipo di misura di *earnings management* impiegata.

Guardando all'indicatore che misura la distanza tra *accrual* e flussi di cassa operativi (EM3), i risultati non mettono in luce sostanziali differenze tra le imprese che forniscono informativa sui temi ESG di buona qualità e imprese la cui informativa ESG è caratterizzata da qualità inferiore (Tabella 2.19). Similmente, non si riscontrano rilevanti differenze tra i tipi di strategie di manipolazione contabile (*income increasing*/*decreasing*) al variare della qualità dell'informativa ESG. Questi risultati sembrano indicare una certa disconnessione tra le politiche contabili e le prassi adottate per la *disclosure* ESG. Ciò significa che le imprese del campione non lavorano più o meno sulla qualità di quest'ultima per legittimarsi a fronte di pratiche di manipolazione degli utili più aggressive [103]. Questa disconnessione tra il 'binario contabile' e quello dell'informativa ESG risulta più comprensibile nel caso delle imprese caratterizzate da bassa qualità di *disclosure* ESG e bassi livelli di EM3 (36,6% delle imprese) o strategie di *income-decreasing earnings management* (37% delle imprese). Queste imprese, poco impegnate in politiche di *earnings management* o impegnate in strategie di *earnings management* più 'prudenti' (*income decreasing*) potrebbero nutrire un interesse molto basso per l'impiego di risorse ai fini del miglioramento della qualità, in quanto meno attratte dalla necessità di aumentare la loro legittimità. A conferma di ciò, si nota che, considerando l'*earnings management* di tipo sia contabile sia reale, poche delle imprese con elevata qualità della *disclosure* ESG ricorrono a strategie combinate di manipolazione contabile e reale del risultato economico (cioè, a politiche di manipolazione particolarmente aggressive).

Con riferimento alle politiche di *earnings management* e alla *performance* ESG (Tabella 2.20), i risultati suggeriscono l'esistenza di un gruppo di aziende al contempo più virtuose, dal punto di vista della *performance* ESG, e propense all'adozione di politiche di bilancio ispirate a maggior prudenza (sottovalutazione degli utili e formazione di riserve occulte).

[103] Queste evidenze non sembrerebbero confermare gli studi che trovano una relazione positiva tra manipolazione degli utili e comunicazione ESG Sul punto di vedano: Gargouri, R.M., Shabou, R., & Francoeur, C. (2010) "The relationship between corporate social performance and earnings management", in *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 27(4), pp. 320-334; Scholtens, B., & Kang, F. (2013), "Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(2), pp. 95-112; Muttakin, M.B., Khan, A., & Azim, M.I. (2015), "Corporate social responsibility disclosures and earnings quality: are they a reflection of managers' opportunistic behavior?", in *Managerial Auditing Journal*, 30(3), pp. 277-298.

Tabella 2.20. – *Performance ESG ed* earnings management

Indicatori delle strategie di EM	*Performance ESG*		Totale
	Entro la mediana	Superiore alla mediana	
Scostamento tra *accrual* e flussi di cassa (EM3 – Leuz et al., 2003)			
Superiore alla mediana	61 (24,4%)	64 (25,6%)	125 (50%)
Entro la mediana	64 (25,6%)	61 (24,4%)	125 (50%)
Impiego di strategie di *accrual EM* (*discretionary accrual* – Dechow et al., 1995)			
Imcome-increasing	34 (27,9%)	23 (18,9%)	57 (46,8%)
Income-decreasing	23 (18,9%)	42 (34,3%)	65 (53,2%)
Impiego congiunto di *accrual* e *real* EM			
Imprese che combinano accrual e real EM	18 (14,8%)	15 (12,3%)	33 (27,1%)
Imprese che non combinano accrual e real EM	39 (31,9%)	50 (41%)	89 (72,9%)

Fonte: elaborazione personale.

Spunti più interessanti emergono dallo studio delle strategie di manipolazione. Le imprese caratterizzate da politiche contabili meno aggressive e più prudenti (*income-decreasing earnings management*) mostrano anche una migliore *performance* ESG. Questo gruppo di imprese sembrerebbe 'più responsabile' sia con riferimento alla *performance* ESG sia con riferimento ai comportamenti contabili. Sono, al contrario, numerose le imprese con bassi livelli di *performance* ESG impegnate in strategie di *income-increasing*, caratterizzate quindi da una propensione a politiche di manipolazione aggressiva e da una bassa attenzione alla responsabilità sociale [104]. Infine, si rileva che molte im-

[104] Sul punto si vedano, tra gli altri: Kim, Y., Park, M.S., & Wier, B. (2012), "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?", in *The Accounting Review*, 87(3), pp. 761-796; Cho, E., & Chun, S. (2016), "Corporate social responsibility, real activities earnings management, and corporate governance: evidence from Korea", in *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4),

prese presentano politiche di bilancio poco aggressive e valori soddisfacenti di *performance* ESG, a conferma del fatto che imprese particolarmente attente ai valori ESG sembrano avere politiche contabili meno aggressive.

Con riferimento alle politiche di *impression management* nell'ambito della lettera agli azionisti e alla qualità dell'informativa ESG (Tabella 2.21), i risultati mettono nuovamente in luce la disconnessione tra le politiche adottate dal *management* nella comunicazione finanziaria e le direttrici della *disclosure* ESG.

Tabella 2.21. – *Qualità della comunicazione ESG e* impression management

Indicatori di IM	*Qualità della disclosure ESG*		Totale
	Entro la mediana	Superiore alla mediana	
Leggibilità – *Flesch index*			
Superiore alla mediana	86 (38,4%)	26 (11,6%)	112 (50%)
Entro la mediana	82 (36,6%)	30 (13,4%)	112 (50%)
Complessità – Numero parole (logaritmo)			
Superiore alla mediana	83 (37%)	28 (12,5%)	111 (49,5%)
Entro la mediana	85 (38%)	28 (12,5%)	113 (50,5%)
Tono			
Superiore alla mediana	88 (39,3%)	22 (9,8%)	110 (49,1%)
Entro la mediana	80 (35,7%)	34 (15,2%)	114 (50,9%)

Fonte: elaborazione personale.

I dati sullo studio congiunto delle pratiche di *impression management* nella lettera agli azionisti (Tabella 2.21) con la qualità della *disclosure* ESG, mostrano che la qualità della *disclosure* non fa la differenza in termini di strategie di *impression management*. Le imprese con alto o basso livello di qualità di informativa ESG si distribuiscono egualmente sopra o sotto la mediana degli indicatori di *impression management*. In termini descrittivi, si può notare, nel

pp. 400-431; Alsaadi, A., Ebrahim, M.S., & Jaafar, A. (2017), "Corporate social responsibility, Shariah-compliance, and earnings quality", in *Journal of Financial Services Research*, 51, pp. 169-194.

gruppo delle imprese con alto livello di qualità della *disclosure* ESG, una prevalenza di imprese (15,2% delle imprese) che non ricorrono significativamente alla manipolazione dei toni. Guardando sempre al tono, il gruppo relativamente più nutrito è caratterizzato da imprese che manipolano il tono (tono sopra la mediana) ma presentano un basso livello di *disclosure* ESG (39,3% delle imprese).

Infine, osservando congiuntamente il ricorso alle politiche di *impression management* nella lettera agli azionisti e la *performance* ESG delle imprese (Tabella 2.22), i risultati sembrano confermare la disconnessione già evidenziata.

Tabella 2.22. – *Performance ESG e* impression management

Indicatori di IM	*Performance ESG*		Totale
	Entro la mediana	Superiore alla mediana	
Leggibilità – *Flesch index*			
Superiore alla mediana	56 (24,2%)	59 (25,6%)	115 (49,8%)
Entro la mediana	60 (26%)	56 (24,2%)	116 (50,2%)
Complessità – Numero parole (logaritmo)			
Superiore alla mediana	58 (25,1%)	56 (24,2%)	114 (49,3%)
Entro la mediana	58 (25,1%)	59 (25,6%)	117 (50,7%)
Tono			
Superiore alla mediana	61 (26,4%)	52 (22,5%)	113 (48,9%)
Entro la mediana	55 (23,8%)	63 (27,3%)	118 (51,1%)

Fonte: elaborazione personale.

Dai risultati dell'analisi emerge, infatti, un sostanziale equilibrio tra i quadranti per quanto riguarda la leggibilità e la complessità nella lettera degli azionisti. Con riferimento al tono, il gruppo con più imprese è quello delle imprese più virtuose, che non ricorrono significativamente al tono per manipolare le percezioni dei fruitori (tono entro la mediana) e mostrano, al contempo, una *performance* ESG relativamente più elevata (27,3% delle imprese).

In sintesi, le analisi presentate in questo capitolo dimostrano come nei bilanci 2023 delle principali società europee non vi è ancora uno stretto collegamento tra la tipica informativa presente nel fascicolo di bilancio e le informazioni di ambito ESG. Il grado di *connectivity* richiesto dagli organismi europei è piuttosto scarso e non risulta una chiara correlazione tra il grado di atteggiamento opportunistico del *management* nell'*impression* e nell'*earnings management* e il grado di *disclosure* e di *performance* nell'ambito ESG.

Tali conclusioni sono tuttavia soggette a verifiche ulteriori in futuro, quando le relazioni di sostenibilità saranno redatte con gli standard europei dell'EFRAG e il *management* delle imprese prenderà progressiva dimestichezza con l'informativa ESG.

3.
Reportistica ESG e processi di creazione del valore

3.1. Introduzione

La crescente attenzione [1] alla sostenibilità ha esercitato forti pressioni sulle imprese, spingendo molte di esse a adottare pratiche più trasparenti in materia di ESG. In Europa, questo fenomeno è in gran parte il risultato dell'introduzione di normative sempre più stringenti, come la Direttiva NFRD (*Non-Financial Reporting Directive*) e la sua evoluzione, la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive*) [2]. Per altro, gli effetti legati alla regolamentazione hanno interessato una platea molto più ampia rispetto a quella direttamente obbligata dal legislatore. Se infatti le imprese più grandi interessate dalla normativa in molti casi già da tempo avevano adottato pratiche di rendicontazione volontaria, con la preparazione di report di sostenibilità, una ben più vasta categoria di imprese si sta progressivamente avvicinando alle tematiche ESG e alla loro rendicontazione pur non essendo obbligate per legge, ma per ragioni di opportunità. La rendicontazione ESG obbligatoria, infatti, non ha come oggetto solo l'entità che rientra nei parametri previsti dal legislatore, ma tutta la sua catena del valore. È ricorrente, pertanto, il caso di imprese medio piccole che, facendo parte di catene di approvvigionamento, essendo controllate giuridicamente, o contrattualmente legate a imprese di maggiori dimensioni si trovano a dover garantire determinati standard di trasparenza ESG in linea con quelli richiesti dal legislatore.

[1] Sebbene il presente capitolo sia frutto di un lavoro congiunto dell'unità di ricerca dell'Università di Firenze, i paragrafi seguenti possono essere attribuiti ai singoli autori come segue: 3.1. Introduzione: *Francesco Giunta*; 3.2. La rendicontazione ESG tra esigenze di trasparenza e legittimazione: *Gianluca Moretti e Simone Terzani*; 3.3. Rendicontazione ESG e creazione di valore: *Francesco Mazzi*; 3.4. Una comunicazione integrata basata sul modello di business: *Laura Bini*; 3.5.1. Definizione del campione: *Gianluca Moretti*; 3.5.2. Misurare il livello di integrazione: value driver e indicatori di prestazione basati sulla sostenibilità: *Laura Bini*; 3.5.3. La comunicazione dei driver del valore relativi agli aspetti ambientali e sociali: *Simone Terzani*; 3.5.4. Analisi degli indicatori relativi ai temi ambientali e sociali-3.5.5. Analisi del posizionamento i KPI relativi ai temi ESG: *Francesco Mazzi*; 3.6. Conclusioni: *Laura Bini, Francesco Giunta, Francesco Mazzi, Simone Terzani*.

[2] Cfr par. 1.2.

Nel valutare gli effetti determinati sul tessuto economico dall'introduzione della normativa ESG c'è un altro fattore che non deve essere sottovalutato, legato alle dimensioni di rischio ESG. In misura crescente, negli ultimi anni l'attenzione degli istituti finanziari nei confronti dei fattori ESG nel processo di valutazione del merito creditizio è cresciuta in modo considerevole, per cui ogni sistema di valutazione incorpora al suo interno anche parametri ESG. In questo scenario, tutte le imprese, a prescindere dagli obblighi normativi, sono obbligate a rispettare standard di sostenibilità minimi per il loro settore per non rischiare di vedersi revocato il credito o subire inasprimenti nei termini di finanziamento [3].

Nell'intenzione del legislatore, una normativa più stringente dovrebbe fungere da "acceleratore", promuovendo tra le imprese l'adozione di processi e di comportamenti più virtuosi sotto il profilo ambientale e sociale. Tale processo, tuttavia, può avviarsi solo a condizione che le imprese forniscano "una rendicontazione di qualità elevata in merito alle questioni di sostenibilità" [4]. Se la qualità della rendicontazione è un tema centrale per ogni flusso comunicativo proveniente dall'impresa, inclusa la rendicontazione economico-finanzia, questo diventa ancora più centrale per la rendicontazione sui temi ambientali e sociali. La natura stessa delle informazioni ESG pone sfide nuove rispetto alla rendicontazione tradizionale, poiché le possibilità di standardizzazione sono inferiori. Mentre le informazioni economiche possono essere misurate e riportate con una certa uniformità attraverso conti economici e flussi di cassa, le metriche ESG sono intrinsecamente più difficili da quantificare. Questo per via della loro dimensione qualitativa e della varietà di parametri coinvolti, che spaziano da indicatori ambientali come le emissioni di CO_2, a parametri sociali legati alla gestione della forza lavoro, alla diversità e alla responsabilità verso la comunità, fino agli aspetti di governance, come la composizione dei consigli di amministrazione e la gestione dei conflitti di interesse. Inoltre, le modalità di rendicontazione delle informazioni ESG variano notevolmente da un settore all'altro. Alcuni settori, come quello energetico o quello delle infrastrutture, sono più esposti a rischi ambientali e sociali e quindi devono rendicontare una serie di

[3] La rilevanza delle forze di mercato nell'adozione di pratiche di rendicontazione ESG potrebbe attenuare gli effetti dei provvedimenti annunciati a febbraio 2025 dalla Commissione Europea attraverso il primo pacchetto *omnibus* per il rilancio della competitività delle imprese Europee. Tale provvedimento include, tra le altre iniziative, una proposta di direttiva (EU 2025/0044) volta ad attenuare la portata degli adempimenti obbligatori per la reportistica ESG e a ridurre dell'80% il numero di imprese soggette alla CSRD, limitandone l'adozione alle imprese di grandi dimensioni con un numero di dipendenti superiore a 1.000.

[4] Unione Europea (UE) (2022), Direttiva 2022/2464, disponibile al link https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464.

indicatori più complessi e specifici. Altri settori, come i servizi finanziari, potrebbero concentrarsi più sulle pratiche di *governance* e sulla gestione del rischio reputazionale. Queste difficoltà nella standardizzazione impongono un non facile bilanciamento nella regolamentazione tra la spinta alla trasparenza e la necessità di mantenere la flessibilità necessaria per rispondere alla diversità dei contesti settoriali e aziendali. Questa flessibilità, tuttavia, lascia spazio a comportamenti opportunistici delle imprese, come dimostrano i numerosi casi di *greenwashing* portati all'attenzione della cronaca negli ultimi anni. Questi casi denunciano pratiche di rendicontazione in cui le imprese tendono a enfatizzare in modo marcato i loro impegni sostenibili, senza che questi siano realmente supportati da azioni concrete [5].

Il presente capitolo propone una possibile chiave di lettura per distinguere una rendicontazione di qualità da una rendicontazione meramente retorica basata sul livello di integrazione delle informazioni relative alla gestione degli impatti ambientali e sociali e il processo di creazione del valore dell'impresa [6]. L'idea alla base di tale interpretazione è quella per cui una rendicontazione di qualità rappresenta solo l'ultima fase del processo di pianificazione e controllo adottato dalle imprese per monitorare gli aspetti più critici della gestione. Tali aspetti sono, *in primis*, quelli che coinvolgono i processi di creazione di valore dell'impresa, da cui deriva il successo e la sopravvivenza dell'impresa nel tempo [7].

Al fine di comprendere in che misura tale approccio integrato sia diffuso tra le imprese europee alla luce dell'entrata in vigore della CSRD, si conduce un'analisi che coinvolge un campione di imprese dell'EuroStoxx 600. Tele analisi offre contributi rilevanti sotto diverse prospettive. In primo luogo, aiuta a capire in che misura la sostenibilità sia realmente integrata nei processi di creazione del valore delle imprese europee di maggiori dimensioni. Data la loro rilevanza, queste imprese rappresentano un punto di riferimento essenziale per valutare in modo prospettico il raggiungimento degli obiettivi prefissati dalla direttiva. Nello specifico, il livello di integrazione delle politiche di sostenibilità nei modelli di business e la presenza di specifici indicatori di prestazione

---

[5] Yu, E.P.Y., Van Luu, B., & Chen, C.H. (2020), "Greenwashing in environmental, social and governance disclosures", in *Research in International Business and Finance*, 52, pp. 101-192.

[6] Bini, L., Bellucci, M., & Giunta, F. (2016), "Put your money where your mouth is: the difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", in *Financial Reporting*, 2, pp. 5-31.

[7] Schaltegger, S., Lüdeke-Freund, F., & Hansen, E.G. (2011), *Business cases for sustainability and the role of business model innovation: Developing a conceptual Framework*, Centre for Sustainability Management, available at https://www.researchgate.net/publication/256013058; Bini, L., Bellucci, M., & Giunta, F. (2018), "Integrating sustainability in business model disclosure: Evidence from the UK mining industry", in *Journal of Cleaner Production*, 171, pp. 1161-1170.

possono essere interpretati come segnali importanti per misurare il livello di implementazione di strategie orientate alla crescita sostenibile e inclusiva da parte delle imprese. In prima battuta, questi risultati possono essere utili a coloro che sono a vario titolo coinvolti nella regolamentazione per valutarne gli effetti. Inoltre, tali informazioni possono essere utili alle imprese per comprendere meglio il proprio posizionamento, in una logica comparativa. Le stesse possono aiutare interlocutori privilegiati delle imprese, come gli attori del sistema creditizio, i professionisti e le società di consulenza a sviluppare in modo più mirato le proprie politiche di supporto alla sostenibilità delle imprese. Più in generale, possono essere di interesse per altre categorie di *stakeholder* per comprendere le direttrici di sviluppo della sostenibilità nell'ambito del sistema produttivo.

Un altro aspetto importante riguarda più direttamente la rendicontazione. Le informazioni circa l'orientamento adottato delle imprese subito prima l'entrata in vigore della direttiva, può fornisce indicazioni utili per prevedere, ma anche per confrontare a posteriori, gli effetti sulle pratiche di rendicontazione riconducibili all'implementazione direttiva e al sistema unico di standard. Inoltre, considerato che le imprese quotate vengono sempre considerate come *benchmark* nelle quando si parla di rendicontazione, analizzare il livello di integrazione della sostenibilità nel *business model*, nonché gli indicatori di prestazione più utilizzati possono rappresentare informazioni importanti per le imprese che stanno approcciando alla reportistica di sostenibilità per la prima volta o che vogliono migliorare le loro pratiche, così come per tutti gli altri attori a diverso titolo coinvolti nel processo di rendicontazione, quali consulenti e società di revisione.

Il proseguo del capitolo è così strutturato: il paragrafo 3.2 fornisce un breve quadro di riferimento teorico in merito alla regolamentazione della rendicontazione ESG, illustrando le principali criticità che la caratterizzano. Il paragrafo 3.3 analizza la rendicontazione ESG nella prospettiva della comunicazione integrata legandola ai processi di creazione del valore. Il paragrafo 3.4. propone un quadro di riferimento per la comunicazione ESG integrata basata sul modello di business. Nel paragrafo 3.5 riporta un'analisi empirica volta a illustrare il livello di integrazione della comunicazione ESG rispetto ai processi di creazione del valore. Infine, il paragrafo 3.6 riporta le considerazioni conclusive.

3.2. La rendicontazione ESG tra esigenze di trasparenza e legittimazione

Il ruolo esercitato dalla rendicontazione obbligatoria è largamente dibattuto in letteratura. In estrema sintesi, i benefici riconducibili della regolamentazione sono riconducibili alla maggiore standardizzazione e comparabilità delle

informazioni pubblicate dalle imprese che ne favorisce l'interpretazione da parte degli utilizzatori esterni. Dal momento che tali soggetti, investitori e finanziatori *in primis*, utilizzano tali informazioni per prendere decisioni, si ritiene che la regolamentazione sia in grado di incidere positivamente sulla qualità delle decisioni determinando una migliore allocazione delle risorse [8]. Focalizzandoci sull'ambito ESG, una regolamentazione più stringente dovrebbe consentire agli attori del mercato, e non solo, di valutare meglio i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità, favorendo un'allocazione del capitale verso le imprese che dimostrano un reale impegno in termini ambientali, sociali e di governance che garantisce loro un minor rischio e una maggior resilienza nel lungo periodo [9]. Possedere informazioni di qualità sulle prestazioni ESG delle imprese può migliorare il processo decisionale degli investitori sotto due prospettive [10]: da un lato tali informazioni possono avere un impatto diretto sul valore economico dell'impresa (*value*), per mezzo del loro effetto diretto sui flussi di cassa futuri e sul livello di rischio dell'impresa. Dall'altro lato, tali informazioni, quand'anche *value-irrelevant* possono aiutare gli investitori ad allineare le proprie scelte ai propri valori (*values*), principi etici o mandati specifici, come nel caso di fondi di investimento socialmente responsabili. Una ricerca condotta su 17.680 imprese appartenenti a 65 paesi documenta un effetto positivo dell'informativa obbligatoria ESG sul livello di liquidità dei titoli azionari, evidenziando che i benefici sono maggiori per paesi caratterizzati da "*weaker information environments*" ovvero contesti in cui le informazioni disponibili per gli investitori sono limitate, incomplete, poco trasparenti o difficili da interpretare [11].

Se da un lato la regolamentazione è vista come un meccanismo correttivo in grado di ridurre le asimmetrie informative e migliorare il funzionamento del mercato, dall'altro sono molti di ricercatori che dubitano dell'efficacia di tali iniziative.

A differenza delle informazioni finanziarie, le informazioni ESG sono più complesse, comprendo molti ambiti diversi, sono spesso specifiche per settore

---

[8] Healy, P.M., & Palepu, K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", in *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 405-440.

[9] Ioannis, I., & Serafeim, G. (2017), "*The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*" (May 1, 2017), in Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1799589

[10] Starks, L.T. (2023), "Presidential address: Sustainable finance and ESG issues—value versus values", *The Journal of Finance*, 78(4), pp. 1837-1872.

[11] Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D.Y., & Zhong, R. (2024), "The effects of mandatory ESG disclosure around the world", in *Journal of Accounting Research*, 62(5), pp. 1795-1847.

e sono generalmente non strutturate e solo parzialmente quantificabili [12]. Questi fattori rendono difficile la standardizzazione della rendicontazione, lasciando alle imprese margini di discrezionalità che prestano il fianco a utilizzi opportunistici da parte delle imprese.

Gli studi condotti ipotizzano che la presenza di comportamenti opportunistici da parte delle imprese sia riconducibile al fatto che molte di esse guardano alla rendicontazione della responsabilità sociale non tanto come una scelta consapevole dettata da esigenze etiche o di preservazione della competitività, quanto piuttosto come un obbligo per far fronte alle pressioni esercitate da una o più categorie di *stakeholders*, che attraverso la loro influenza potrebbero mettere a rischio il successo dell'impresa, minandone la legittimità [13].

Questa interpretazione trova le sue radici nella teoria istituzionale, in base alla quale il comportamento di tutti i soggetti, incluse le imprese, è condizionato dall'ambiente in cui le stesse si trovano a operare [14]. La legittimazione è definita come una percezione o assunzione generalizzata che le azioni di un'entità siano desiderabili, allineate o appropriate all'interno del sistema socialmente costruito [15]. Coerentemente con questa definizione, la teoria della legittimazione si riferisce alle strategie con cui le imprese cercano di confermare e rafforzare la propria accettazione da parte della società e degli investitori, rispondendo alle aspettative normative, sociali e di mercato. La rendicontazione, in particolare, diventa uno strumento privilegiato per le imprese che ritengono più facile e più conveniente manipolare la propria immagine attraverso la divulgazione di informazioni appositamente costruite piuttosto che impegnare tempo e risorse per migliorare le proprie prestazioni in termini di riduzione degli impatti sociali e ambientali [16].

Considerato le criticità proprie della rendicontazione ESG, sono molteplici le strategie a disposizione delle imprese per manipolare la percezione del

---

[12] Christensen, D.M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022), "Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings", in *The Accounting Review*, *97*(1), pp. 147-175.

[13] Bini, L., & Bellucci, M. (2020), *Integrated Sustainability Reporting Linking Environmental and Social Information to Value Creation Processes*, Springer Cham; Del Gesso, C., & Lodhi, R.N. (2024), "Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: a systematic review of accounting studies", in *Journal of Accounting Literature*, 47(2), pp. 433-461.

[14] DiMaggio, P.J., & Powell, W.W. (1983), "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", in *American Sociological Review*, *48*, pp. 147-160.

[15] Suchman, M.C. (1995), "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", in *The Academy of Management Review*, 20(3), pp. 571-610.

[16] Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002), "An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), pp. 312-343.

proprio profilo di responsabilità sociale [17]. Un primo aspetto riguarda l'identificazione degli impatti ambientali e sociali, la cui rilevanza cambia pesantemente a livello di settore, ma anche di impresa. È evidente, infatti, che l'impatto ambientale delle imprese manifatturiere è generalmente superiore rispetto a quelle di servizi, o che quello delle imprese multinazionali è maggiore rispetto alle piccole e medie imprese. Posto quindi che ogni impresa è tenuta a delineare autonomamente gli ambiti dei propri impatti, ne consegue una grande discrezionalità nella selezione degli ambiti su cui offrire una rendicontazione più o meno dettagliata [18]. Un altro aspetto di centrale rilevanza è quello legato ai contenuti della rendicontazione. In assenza di pratiche di misurazione standardizzate e ampiamente condivise, la discrezionalità nella definizione delle informazioni che vengono comunicate è molto elevata. In questa prospettiva, uno stesso impatto può essere rendicontato limitandosi a presentare generiche affermazioni in merito all'impegno o le intensioni future, oppure attraverso una comunicazione che informi dei progetti, obiettivi, *target* e risultati che dimostrano il progressivo raggiungimento degli obiettivi stessi [19].

3.3. Rendicontazione ESG e creazione di valore

Al di là del rispetto degli obblighi normativi richiesti dal legislatore, l'adozione pratiche di sostenibilità nella gestione delle imprese può portare numerosi benefici alle imprese. Nello specifico, iniziative legate alla sostenibilità possono contribuire in svariati modi alla creazione di valore per l'impresa, come ampiamente documentato dalla letteratura. Il valore, o più precisamente la creazione del valore, rappresenta l'elemento costitutivo che giustifica l'esistenza stessa delle imprese e che si pone come condizione necessaria per la loro sopravvivenza [20]. Questo vale

[17] Bini, L., Bellucci, M., & Giunta, F. (2016), "Put your money where your mouth is: the difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", in *Financial Reporting*, 2, pp. 5-31; Talbot, D., & Boiral, O. (2018), "GHG reporting and impression management: An assessment of sustainability reports from the energy sector", in *Journal of Business Ethics*, 147, pp. 367-383; Usmani, M., Davison, J., & Napier, C.J. (2020), "The production of stand-alone sustainability reports: visual impression management, legitimacy and 'functional stupidity'", in *Accounting Forum*, *44*(4), pp. 315-343.

[18] Manetti, G., & Bellucci, M. (2018), "Stakeholder and legitimacy frameworks as applied to behavioural accounting research", in Libby, T., & Thorne, L. (Eds), *The Routledge Companion to Behavioural Accounting Research*, Routledge, Milton Park, UK.

[19] Bini, L., Bellucci, M., & Giunta, F. (2018), "Integrating sustainability in business model disclosure: Evidence from the UK mining industry", in *Journal of Cleaner Production*, 171, pp. 1161-1170.

[20] Lepak, D.P., Smith, K.G., & Taylor, M.S. (2007), "Value creation and value capture: a multilevel perspective", *Academy of Management Review*, 32(1), pp. 180-94.

a prescindere dalla concezione di valore si voglia impiegare, il valore economico-finanziario, secondo la logica tradizionale, o il valore nella sua dimensione più ampia e sfaccettata, secondo l'impostazione che guarda agli *stakeholders* e alla sostenibilità. Pratiche ambientalmente consapevoli possono portare a risparmi sui costi e a un miglioramento dei risultati operativi attraverso l'efficienza energetica, la riduzione degli sprechi e una gestione sostenibile della catena di approvvigionamento [21]. Un forte impegno verso la sostenibilità può migliorare la reputazione del marchio e rafforzare la fedeltà dei clienti così come può aumentare il coinvolgimento dei dipendenti e l'attrattività per i talenti [22]. Inoltre, le imprese sostenibili risultano più attrattive per investitori che tendono a favorire aziende con pratiche responsabili, portando spesso a condizioni di finanziamento più vantaggiose e a opportunità di finanziamento aggiuntive, come i *green bond* [23]. Integrare la sostenibilità nella strategia aziendale può aiutare anche a mitigare i rischi, riducendo l'esposizione a incertezze ambientali, sociali e di mercato [24]. Infine, integrare la sostenibilità nelle operazioni aziendali può rafforzare la resilienza a lungo termine, garantendo adattabilità alle future sfide economiche, ambientali e sociali [25].

---

[21] Gauthier, C., & Gilomen, B. (2016), "Business models for sustainability: Energy efficiency in urban districts", in *Organization & Environment*, 29(1), pp. 124-144; Jayarathna, C.P., Agdas, D., & Dawes, L. (2023), "Exploring sustainable logistics practices toward a circular economy: A value creation perspective", in *Business Strategy and the Environment*, 32(1), pp. 704-720; Nogueira, L.A., Lindeløv, B., & Olsen, J. (2023), "From waste to market: Exploring markets, institutions, and innovation ecosystems for waste valorisation", in *Business Strategy and the Environment*, 32(4), pp. 2261-2274.

[22] Lourenço, I.C., Callen, J.L., Branco, M.C., & Curto, J.D. (2014), "The value relevance of reputation for sustainability leadership", *Journal of Business Ethics*, 119, pp. 17-28; Martínez, P., & Rodríguez del Bosque, I. (2014), "Sustainability dimensions: A source to enhance corporate reputation", in *Corporate Reputation Review*, 17(4), pp. 239-253; Godkin, L. (2015), "Mid-management, employee engagement, and the generation of reliable sustainable corporate social responsibility", in *Journal of Business Ethics*, 130, pp. 15-28; Bhattacharya, C.B., Sen, S., Edinger-Schons, L.M., & Neureiter, M. (2023), "Corporate purpose and employee sustainability behaviors", *in Journal of Business Ethics*, 183, pp. 963-981.

[23] Tanjung, M. (2023), "Cost of capital and firm performance of ESG companies: what can we infer from COVID-19 pandemic?", in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(6), pp. 1242-1267; Tang, D.Y., & Zhang, Y. (2020), "Do shareholders benefit from green bonds?", in *Journal of Corporate Finance*, 61; Ng, A.C., & Rezaee, Z. (2015), "Business sustainability performance and cost of equity capital", in *Journal of Corporate Finance*, 34, pp. 128-149.

[24] Sassen, R., Hinze, A.K., & Hardeck, I. (2016), "Impact of ESG factors on firm risk in Europe", in *Journal of Business Economics*, 86, pp. 867-904. Lenssen, J.-J., Dentchev, N., & Roger, L. (2014), "Sustainability, risk management and governance: towards an integrative approach", in *Corporate Governance*, 14(5), pp. 670-684.

[25] Ortiz-de-Mandojana, N., & Bansal, P. (2016), "The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices", in *Strategic Management Journal*, 37(8), pp. 1615-1631; Ciasullo, M.V., Chiarini, A., & Palumbo, R. (2024), "Mastering the interplay of organizational resilience and sustainability: Insights from a hybrid literature review", in *Business Strategy and the Environment*, 33(2), pp. 1418-1446.

Molti dei benefici sopramenzionati si realizzano in un arco temporale medio lungo e possono richiedere notevoli investimenti che si traducono in un incremento dei costi e potenzialmente anche in un peggioramento dei risultati dell'impresa nel breve termine. In un tale scenario, le imprese che limitano il proprio impegno verso la sostenibilità al mero rispetto del minimo richiesto dalla legge potrebbero risultare di maggiore successo nel breve termine, in quanto meno gravate dagli effetti degli investimenti che l'adozione di pratiche sostenibili inevitabilmente richiede [26]. Per le imprese virtuose sotto il profilo ESG, dunque, si rende necessario illustrare correttamente il potenziale degli adeguamenti fatti anche all'esterno, attraverso una rendicontazione efficace, che evidenzi come l'impegno verso la sostenibilità sia effettivamente il frutto di una strategia che mira alla creazione del valore nel lungo termine.

Una tale rendicontazione richiede che l'impegno dell'impresa nella sostenibilità non risulti un aspetto collaterale e svincolato rispetto alle attività che caratterizzano il *core* business, ma ne sia parte integrale [27]. In questa logica, deve risultare chiaro come gli investimenti di carattere sostenibile si integrino nelle strategie competitive da cui si riflettono obiettivi, progetti e attività. L'elemento chiave di una rendicontazione integrata è pertanto rappresento dal processo di creazione del valore dell'impresa, attraverso i suoi *value driver*, ovvero quei fattori – risorse, attività, collaborazioni – che l'impresa ritiene cruciali per conseguire gli obiettivi strategici. In tale rendicontazione integrata la componente ESG si combina e si incorpora con la rendicontazione finanziaria, spiegando il contributo che la stessa può apportare alla sopravvivenza e al successo dell'impresa [28].

Questo approccio verso la rendicontazione integrata è lo stesso adottato nella regolamentazione ESG europea, evidenziato nelle indicazioni contenute nell'ESRS 2 *General disclosure*, dove si prevede che le imprese forniscano un quadro informativo generale da cui emerga come impatti, rischi e opportunità legati ai fattori ambientali e sociali si riflettono e si integrano nelle strategie, nel modello di business e nella catena del valore adottati dalle imprese [29].

---

[26] del Río, C., López-Arceiz, F.J., & Muga, L. (2023), "Do sustainability disclosure mechanisms reduce market myopia? Evidence from European sustainability companies", in *International Review of Financial Analysis*, 87, May 2023, 102600.

[27] Adams, C.A. (2017), "Conceptualising the contemporary corporate value creation process", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(4), pp. 906-931.

[28] Bini, L., & Bellucci, M. (2020), "Effects of social, environmental, and institutional factors on sustainability report assurance: evidence from European countries", cit.

[29] EFRAG (2022), "ESRS2: *General disclosure*", European Financial Reporting Advisory Group, available at: https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/07.% 20Draft% 20ESRS%202%20General%20disclsoures%20November%202022.pdf.

Nella prospettiva del legislatore europeo, queste informazioni rappresentano il necessario contesto per inquadrare come le iniziative adottate relativamente alle diverse tematiche ESG si collochino all'interno della struttura organizzativa e come contribuiscano ad alimentarne la creazione del valore. Tale livello di trasparenza informativa si rende necessaria per consentire all'utente esterno di mantenere una visione unitaria dell'impresa, in cui le dimensioni ambientali e sociali si fondono con quella economica.

3.4. Una comunicazione integrata basata sul modello di business

Il concetto di valore, e in particolare quello di creazione di valore da parte di un'impresa, è complesso e multidimensionale. Forte è l'esigenza di disporre di strumenti che aiutino a comprenderne i meccanismi di generazione e distribuzione all'interno delle aziende. Tra questi strumenti, il modello di business si è affermato come un *framework* concettuale, essenziale per rappresentare le modalità con cui un'impresa trasforma le proprie risorse in valore tangibile e intangibile [30].

Nel corso degli ultimi decenni, questo concetto si è rilevato particolarmente utile per interpretare e spiegare il funzionamento di imprese innovative a seguito dell'avvento del mercato elettronico [31]. Ciò ha stimolato la ricerca che si è concentrata sulla definizione di modello di business e sull'identificazione dei suoi elementi costitutivi. Dalle varie definizioni proposte, il modello di business emerge come una rappresentazione esplicita degli aspetti peculiari che caratterizzano il funzionamento dell'impresa [32]. L'osservazione della realtà, infatti, evidenzia che, nello stesso settore, imprese con la stessa strategia e caratterizzate da una stessa configurazione della catena del valore, ottengono risultati reddituali anche molto diversi fra loro. Questa circostanza dipende da come la strategia viene attuata, ossia dal modello di business adottato dall'impresa. Questo perché la strategia indica come l'impresa intende competere, mentre il modello di business definisce su quali basi farlo, elaborando, in modo strutturato, i processi e i meccanismi che permettono di creare, catturare e distribuire valore nel tempo [33].

---

[30] Osterwalder, A. (2004), "*The Business Model Ontology – a proposition in a design science approach*", Ph.D. thesis, University of Lausanne: Ecole des Hautes Etudes Commerciales HEC, available from: http://www.hec.unil.ch/aosterwa/.

[31] Amit, R., & Zott, C. (2001), "Value creation in e-business", in *Strategic Management Journal*, *22*(67), pp. 493-520.

[32] Osterwalder, A., Pigneur, Y., & Tucci, C.L. (2005), "Clarifying business models: origins, present, and future of the concept", *Communications of the Association for Information Systems*, 16(1), pp. 1-28.

[33] Casadesus-Masanell, R., & Ricart, J.E. (2010), "From Strategy to Business Models and onto Tactics", in *Long Range Planning*, 43 (2-3), pp. 195-215.

Per quanto il concetto di modello di business sia ancora oggetto di discussione in letteratura [34], è comunque possibile individuare alcuni aspetti ampiamente condivisi che contribuiscono a caratterizzarlo [35]. In particolare, due elementi vengono riconosciuti come identificativi: le *risorse* e il *valore*. Le risorse sono intese in un'accezione ampia, che spazia dal capitale finanziario a quello umano, dalle collaborazioni alle competenze. Queste vengono analizzate per mostrare come una loro particolare combinazione e integrazione determini la creazione del valore all'interno dell'organizzazione [36].

Date le sue caratteristiche, il modello di business si è gradualmente affermato non solo come uno strumento manageriale, da impiegare per le attività di pianificazione e controllo interno, ma anche come un mezzo per migliorare la qualità della comunicazione esterna e renderla più efficace. La presentazione del modello di business, infatti, consente di: offrire agli *stakeholder* una visione dell'impresa *through the eyes of management*; integrare le informazioni sulle scelte strategiche, sul capitale intellettuale, sulle prestazioni finanziarie e non, ottenute dall'impresa e il sistema dei rischi che gravano su quest'ultima; concentrare la comunicazione solo su ciò che è realmente rilevante [37].

Il modello di business, in sostanza, appare una "piattaforma" intorno alla quale organizzare, in modo completo e integrato, le informazioni relative a come l'impresa combina le sue risorse finanziarie, materiali e, soprattutto, di conoscenza per realizzare la propria proposta di valore sulla base della quale

---

[34] Bini, L., Schaper, S., Simoni, L., Giunta, F., & Nielsen, C. (2023), "Mandatory non-financial disclosure: is everybody on the same page about business model reporting?", in *Accounting Forum*, *47*(2), pp. 198-222.

[35] Zott, C., Amit, R., & Massa, L. (2011), "The Business Model: Recent Developments and Future Research", in *Journal of Management*, *37*(4), pp. 1019-1042; Novak, A. (2014), "Business model literature overview", in *Financial Reporting*, 1, pp. 79-130; Wirtz, B.W., Pistoia, A., Ullrich S., & Göttel, V. (2016), "Business models: Origin, development and future research perspectives", in *Long range planning*, *49*(1), 36-54; Massa, L., Tucci, C.L., & Afuah, A. (2017), "A critical assessment of business model research", in *Academy of Management Annals*, *11*(1), pp. 73-104.

[36] Shafer, S.M., Smith, H.J., & Linder, J.C. (2005), "The power of business models", in *Business Horizons*, *48*(3), pp. 199-207; Nielsen, C. (2010), "Conceptualizing, analyzing and communicating the business model", Working paper series (2), Aalborg University: Department of Business Studies; Teece, D.J. (2010), "Business models, business strategy and innovation", in *Long Range Planning*, *43*(2-3), pp. 172-194.

[37] Magretta (2002), *op. cit.*; Nielsen (2010), *op. cit.*; Perkmann, M., & Spicer, A. (2010), "What are business models? Developing a theory of performative representations", in Phillips, N., Sewell, G., & Griffiths, D. (Ed.), *Technology and Organization: Essays in Honour of Joan Woodward*, Research in the Sociology of Organizations, Vol. 29, Emerald Group Publishing Limited, Leeds, pp. 265-275; Morris, L. (2013), Business Model Warfare. The Strategy of Business Breakthroughs, *Journal of Business Models*, *1*(1), pp. 13-37.

generare i profitti che la rendono sostenibile, ossia capace di sopravvivere nel tempo, restando competitiva [38].

In questa direzione si muovono i modelli di rendicontazione integrata, fra cui l'*Integrated Reporting Framework* e il *Management Commentary* dell'IFRS [39], i quali attribuiscono al modello di business il ruolo di offrire una rappresentazione simultanea e combinata di tutti gli elementi dell'organizzazione che partecipano alla creazione del valore.

Attraverso la comunicazione del modello di business, dunque, l'impresa può fornire le informazioni necessarie per interpretare le determinanti dei risultati conseguiti dalla gestione, sia quelli economico-finanziari, sia quelli relativi alle dimensioni ESG. In questo senso, la comunicazione del modello di business si correla strettamente a quella degli indicatori chiave di prestazione (KPI). Una comunicazione efficace e attendibile, infatti, deve necessariamente combinare informazioni quantitative e informazioni di carattere narrativo [40]. La componente narrativa, rappresentata dalla descrizione del modello di business, fornisce il quadro interpretativo, ovvero la "storia del valore" che aiuta a comprendere le connessioni e le interazioni tra i vari componenti dell'organizzazione e tra questi e il contesto esterno. Le misure quantitative, ossia gli indicatori, invece, sono chiamati a conferire veridicità (*credibility*) alla storia, provando, con la misura dei risultati, la bontà delle scelte compiute [41]. Così concepita, la comunicazione del modello di business consente agli *stakeholder* di comprendere se gli indicatori comunicati dal *management* siano effettivamente connessi e rappresentativi della realizzazione degli obiettivi strategici dell'impresa. Questa interpretazione trova conferma in numerose indagini condotte sugli investitori. L'osservazione del comportamento degli analisti finanziari, in particolare, mostra che, nella sostanza, questi basano le loro valutazioni proprio sull'analisi del modello di business [42].

---

[38] Beattie, V., & Smith, S.J. (2013), "Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate", *The British Accounting Review*, *45*(4), pp. 243-254.

[39] IIRC (2021), *International framework*, International Integrated Reporting Council (IIRC), available at https://integratedreporting.ifrs.org/resource/international-ir-framework/; IFRS (2021), *Exposure Draft: Management commentary*, ED/2021/6.

[40] Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004), "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes", in *Accounting Forum*, 28 (3), pp. 205-236; Holland, J. (2004), *Corporate Intangibles, Value Relevance, and Disclosure Content*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.

[41] Holland, J. (2006), *A Model of Corporate Financial Communications*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh; Bini, L., Dainelli, F., Giunta, F., & Simoni, L. (2019), *Are non-financial KPIs in annual reports really "key"? An investigation of company disclosure and analyst reports in the UK*, Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS).

[42] Nielsen, C., & Bukh, P.N. (2008), *What constitutes a Business Model: The perception of financial analysts*, in Working Paper Series, Department of Business Studies, No. 4, Aalborg University, FRC LAB (2016), Business Model Reporting, October 2026.

Ciò spiega perché la indissolubile relazione tra la comunicazione in forma narrativa e quella espressa da indicatori venga affermata in molti *framework* di rendicontazione, a partire dal citato *Integrated Reporting* che stabilisce: "*Combinare dati quantitativi e qualitativi può consentire di comunicare nel modo più opportuno la capacità dell'organizzazione di creare valore*" [43]. Tra le misure quantitative da interpretare alla luce del modello di business, sono quelle costituite da indicatori non-finanziari, oggi soprattutto indicatori ESG, ad assumere un ruolo cruciale per gli investitori e per tutti gli interlocutori esterni dell'impresa [44]. Non a caso, un riferimento esplicito a tali indicatori come componente essenziale della rendicontazione ESG è contenuto anche nel testo della NFRD e della CSRD e ripreso all'interno dei singoli ESRS in relazione alle informazioni da comunicare.

3.5. Analisi del livello di integrazione degli aspetti ESG nei processi di creazione del valore delle imprese europee

3.5.1. *Definizione del campione*

Il campione analizzato è costruito a partire dalle società europee quotate appartenenti all'indice STOXX Europe 600. Tale indice rappresenta il principale *benchmark* azionario europeo ed è composto dalle 600 aziende quotate con la maggior capitalizzazione nei mercati europei, rappresentative di circa il 90% della capitalizzazione totale. A partire da questo indice, il campione di ricerca è stato determinato selezionando le 300 società più grandi per volume di vendite. Successivamente, sono state escluse dal campione le 47 società appartenenti al settore finanziario. Questa scelta è giustificata da una duplice motivazione. Da un lato, gli aspetti ambientali e sociali sono solitamente più rilevanti per le imprese produttive piuttosto che per quelle finanziarie. Dall'altro, le organizzazioni operanti nei settori bancario e finanziario sono soggette a peculiari quadri di vigilanza. Una volta eliminate 13 aziende per cui non è stato possibile effettuare l'analisi (ad esempio, perché i bilanci non erano disponibili o perché il bilancio non presentava nessuna descrizione del modello di business), sono rimaste nel campione 240 imprese con sede in 17 paesi europei, operanti in diversi settori. La composizione del campione per paese e per settore di attività è riportata in Tabella 3.1.

---

[43] IIRC (2021), *op. cit.*, §1.1.

[44] Bukh, P.N. (2003), "The relevance of intellectual capital disclosure: a paradox?", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *16*(1), pp. 49-56.

Ai fini della ripartizione per settore di attività è stato utilizzato il sistema di riclassificazione ICB (*Industry Classification Benchmark*) *Industry Name*.

Per ciascuna società del campione sono stati scaricati i bilanci consolidati dei due esercizi più recenti tra quelli a disposizione (2022 e 2023). Il confronto temporale consente di valutare l'eventuale evoluzione dei livelli di *disclosure* tra gli esercizi, fattore di particolare rilevanza alla luce dei cambiamenti normativi in atto con l'entrata in vigore della CSRD e degli standard di rendicontazione ESRS.

3.5.2. *Misurare il livello di integrazione:* value driver *e indicatori di prestazione basati sulla sostenibilità*

Alla luce delle considerazioni esposte nei paragrafi 3.3 e 3.4, per valutare in che misura la comunicazione ESG fornita dalle imprese europee sia collegata ai processi di creazione del valore, la nostra attenzione si è concentrata su due aspetti chiave della comunicazione: la descrizione del modello di business e gli indicatori di prestazione (KPI) relativi ai temi ambientali e sociali [45]. Nello specifico, il livello di integrazione delle informazioni viene misurato attraverso la presenza di *value driver* identificati all'interno della descrizione del modello di business riferiti ad aspetti ambientali o sociali e corredati da KPI che offrono una misura delle prestazioni per lo stesso *value driver*.

Per la raccolta dei dati sui driver e sugli indicatori di prestazione è stata condotta un'analisi manuale del testo (*content analysis*). Seguendo la letteratura in materia, per garantire un approccio strutturato all'analisi del contenuto, l'unità di testo (*text unit*) è stata scelta come unità di registrazione e ciascuna unità di testo è stata codificata due volte, secondo i due schemi già menzionati [46].

Per raccogliere le informazioni relative ai *value driver* è stato necessario sviluppare un modello analitico per la raccolta delle informazioni, partendo dalle definizioni di modello di business offerte in letteratura. Tra tutte le concettualizzazioni proposte, la scelta ricade su quella di Osterwalder [47].

---

[45] Nell'analisi non sono stati considerati gli aspetti di Governance perché ritenuti non direttamente identificabili come *value driver*, per quanto sicuramente connessi alla complessiva creazione di valore dell'impresa.

[46] Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004), *op. cit.*

[47] Osterwalder, A. (2004), *op. cit.*

Tabella 3.1. – *Composizione del campione per paese e settore di attività*

	Basic material	*Cons. discr.*	*Cons. staples*	*Energy*	*Health care*	*Industrials*	*Real Estate*	*Techno-logies*	*Telecom*	*Utilities*	*Totale*
Austria	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	3
Belgio	2	0	1	0	1	0	0	0	0	0	4
Danimarca	0	0	1	0	1	3	0	0	0	1	6
Finlandia	2	0	1	1	0	3	0	0	1	1	9
Francia	2	14	3	2	3	18	0	3	1	2	48
Germania	8	9	2	1	5	10	1	3	1	2	42
Irlanda	0	1	2	0	0	3	0	0	0	0	6
Italia	0	1	0	1	0	3	0	0	1	3	9
Lussemburgo	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
Norvegia	2	0	1	2	0	0	0	0	1	0	6
Paesi Bassi	3	2	4	0	1	2	0	3	1	0	16
Polonia	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	2
Portogallo	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	3
Regno Unito	5	7	9	2	3	11	0	1	2	4	44
Spagna	0	2	0	1	1	1	0	0	1	3	9
Svezia	2	3	1	0	0	5	0	0	2	0	13
Svizzera	2	3	2	0	4	7	0	0	0	1	19
Totale	30	42	28	13	19	67	1	10	12	18	240

Fonte: elaborazione personale.

Il principale vantaggio di questa concettualizzazione risiede nell'approccio ontologico, in base al quale si identificano e si descrivono i componenti costitutivi del modello di business [48]. Tale approccio favorisce la trasposizione del concetto sul piano rappresentativo, consentendone la traduzione in format grafici che possono essere utilizzati da qualsiasi organizzazione in modo semplice ed efficace.

In base a tale proposta, il modello di business di un'impresa si compone di quattro pilastri principali: Prodotto/servizio, Interfaccia con il cliente, Gestione delle infrastrutture e Aspetti finanziari [49]. I primi due componenti, Prodotto/servizio e Interfaccia con il cliente, sono di natura esterna, poiché si riferiscono all'ambiente che circonda l'azienda. Gli altri due pilastri, Gestione delle infrastrutture e Aspetti finanziari, si concentrano sulle risorse interne, le attività e i loro risultati. La Tavola 3.2 fornisce una breve descrizione degli elementi di ciascun pilastro.

Tabella 3.2. – *Pilastri ed elementi costitutivi del modello di business*

Pilastro	*Elementi costitutivi*	
Prodotto/servizio	*Proposizione di valore*	Quale valore offriamo ai clienti? Cosa ci distingue dai nostri concorrenti?
Interfaccia con il cliente	*Clienti*	Chi sono i clienti a cui ci rivolgiamo?
	Canali di distribuzione	Attraverso quali canali raggiungiamo i nostri clienti?
	Relazioni con i clienti	Come interagiamo con i clienti? Qual è la nostra strategia di fidelizzazione?
Gestione delle infrastrutture	*Risorse chiave*	Quali sono le risorse essenziali?
	Attività chiave	Quali sono le attività fondamentali per la generazione del valore?
	Collaborazioni	Chi sono i nostri partner strategici?
Aspetti finanziari	*Revenue model*	Da dove provengono i nostri ricavi?
	Struttura dei costi	Quali sono i principali costi a cui dobbiamo far fronte per conseguire i ricavi?

Fonte: Elaborazione personale basata su Osterwalder et al. (2005) [50].

[48] Alt, R., & Zimmermann, H.D., (2001), "Status of business model and electronic market research: an interview with Alexander Osterwalder", in *Electronic Markets*, *24*(1), pp. 243-249.

[49] Osterwalder, A. (2004), *op. cit.*

[50] Osterwalder, A., Pigneur, Y., & Tucci, C.L. (2005), *op. cit.*

I quattro pilastri individuati nel modello sono stati utilizzati come riferimento per analizzare la comunicazione del modello di business e classificare le informazioni. Parallelamente, per identificare i *value driver* ambientali e sociali, si è fatto riferimento alle tematiche individuate all'interno del sistema di ESRS e riportate in Tabella 3.3. Nello specifico, la tabella illustra per ciascuna tematica lo standard ESRS che tratta in cui la è trattata e i sottotemi attribuiti alla stessa e considerati nello standard.

Tabella 3.3. – *Temi di sostenibilità secondo gli standards ESRS*

Tematica	*ESRS*	*Sottotema*
Cambiamenti climatici	ESRS E1	Adattamento ai cambiamenti climatici; mitigazione dei cambiamenti climatici; energia
Inquinamento	ESRS E2	Inquinamento dell'aria; inquinamento dell'acqua; inquinamento del suolo; inquinamento di organismi viventi e risorse alimentari; sostanze preoccupanti; sostanze estremamente preoccupanti; microplastiche
Acque e risorse marine	ESRS E3	Acque; risorse marine
Biodiversità ed ecosistemi	ESRS E4	Fattori di impatto diretto sulla perdita di biodiversità; impatti sullo stato delle specie; impatti sull'estensione e sulla condizione degli ecosistemi; impatti e dipendenze in termini di servizi ecosistemici
Economia circolare	ESRS E5	Afflussi di risorse, compreso l'uso delle risorse; deflussi di risorse connessi a prodotti e servizi; rifiuti
Forza lavoro propria	ESRS S1	Condizioni di lavoro; parità di trattamento e di opportunità per tutti; altri diritti connessi al lavoro
Lavoratori nella catena del valore	ESRS S2	Condizioni di lavoro; parità di trattamento e di opportunità per tutti; altri diritti connessi al lavoro
Comunità interessate	ESRS S3	Diritti economici, sociali e culturali delle collettività; diritti civili e politici delle comunità; diritti dei popoli indigeni
Consumatori e utilizzatori finali	ESRS S4	Impatti legati alle informazioni per i consumatori e/o per gli utilizzatori finali; sicurezza personale dei consumatori e/o degli utilizzatori finali; inclusione sociale dei consumatori e/o degli utilizzatori finali

Fonte: ESRS 1 – Appendice A.

Dalla combinazione degli elementi costitutivi del modello di business e della lista di aspetti ambientali e sociali è stata costruita la matrice riportata in Tabella 3.4, che rappresenta il *framework* di analisi utilizzato per la raccolta dei dati relativi alla comunicazione del modello di business. Per mezzo di tale *frame-*

work i *value driver* individuati sono categorizzati in base al pilastro del modello di business a cui fanno riferimento e all'aspetto ambientale o sociale che trattano. Questo tipo di categorizzazione ha permesso di ottenere una combinazione pilastro-argomento per ciascun *driver* di valore basato sulla sostenibilità identificato nel modello di business.

Tabella 3.4. – Framework *utilizzato per la raccolta dati sul modello di business*

	Prodotto/ servizio	*Interfaccia con il cliente*	*Gestione delle infrastrutture*	*Aspetti finanziari*
Cambiamenti climatici				
Inquinamento				
Acque e risorse marine				
Biodiversità ed ecosistemi				
Economia circolare				
Forza lavoro propria				
Lavoratori nella catena del valore				
Comunità interessate				
Consumatori e utilizzatori finali				

Fonte: elaborazione personale.

Per la raccolta delle informazioni relative agli indicatori di prestazione è stato sviluppato un modello di analisi basato su due dimensioni: una classificazione per natura e una classificazione per tipologia di indicatore. Ai fini della prima è stata utilizzata la stessa lista già proposta per l'analisi dei *value driver* basata sugli ESRS (Tabella 3.2). Con riferimento alla tipologia di indicatore si è invece fatto riferimento alla suddivisione tra indicatori di risorse, di attività e di risultato proposta da Mouritsen et al. [51]. La Tabella 3.5 sintetizza il *framework* di analisi utilizzato.

[51] Mouritsen, J., Larsen, H.T., & Bukh, P.N. (2001), "Intellectual capital and the 'capable firm': narrating, visualising and numbering for managing knowledge", in *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 735-762.

L'analisi è stata condotta da due ricercatori con precedente esperienza di analisi del testo. Per l'identificazione delle sezioni del testo da esaminare si è proceduto come segue: per quanto riguarda l'identificazione della comunicazione sul modello di business si è proceduto ricercando all'interno dell'indice del bilancio una specifica sezione dedicata, identificata come *Business Model*, *Strategy and Business model*, *How we create value* o *Value creation process*. In assenza di tale sezione, si è proceduto a una ricerca testuale per parole chiave. Similmente, per identificare gli indicatori di prestazione è stata ricercata nell'indice di bilancio una sezione dedicata, come *Non-financial KPIs*, *Non-financial key metrics*, *Sustainability KPI*, *Non-financial KPIs*. In assenza, è stata condotta una ricerca testuale basata su parole chiave come "*indicators*", "*ratios*" e "KPI".

Tabella 3.5. – Framework *utilizzato per la raccolta dati sugli indicatori di prestazione*

	Indicatore di risorsa	*Indicatore di attività*	*Indicatore di risultato*
Cambiamenti climatici			
Inquinamento			
Acque e risorse marine			
Biodiversità ed ecosistemi			
Economia circolare			
Forza lavoro propria			
Lavoratori nella catena del valore			
Comunità interessate			
Consumatori e utilizzatori finali			

Fonte: elaborazione personale.

Al fine di allineare le modalità di raccolta dei dati, è stato eseguito uno studio pilota nel quale due ricercatori hanno analizzato gli stessi bilanci e hanno messo a confronto i risultati emersi. Sulla base del confronto è stato elaborato un formulario per la raccolta e la classificazione delle informazioni per garantire l'uniformità. Si riportano di seguito le regole di codifica più rilevanti:

- nel caso in cui la sezione dedicata al modello di business includa dei riferimenti ad altre sezioni, i contenuti di tali sezioni sono inclusi nell'analisi;
- le unità di testo in cui compaiono affermazioni generiche o intensioni rispetto ad aspetti ambientali e sociali, senza riferimenti concreti a progetti o obiettivi, non sono codificate nell'analisi;

– ogni informazione volta a illustrare gli investimenti effettuati relativamente a un aspetto ambientale o sociale, incluso il loro ammontare, è classificata nella categoria "Gestione delle infrastrutture";
– le unità di testo sono classificate nella categoria "Aspetti finanziari" solo nel caso in cui vi fosse un esplicito riferimento ai risultati economici.

3.5.3. *La comunicazione dei* driver *del valore relativi agli aspetti ambientali e sociali*

Coerentemente con la metodologia illustrata nei paragrafi precedenti, i risultati di seguito riportati propongono un esame analitico dei *value driver* riconducibili a temi ambientali e sociali (*ESG value driver*) forniti dalle imprese nella descrizione del loro modello di business. Nello specifico, l'analisi illustra quali sono i pilastri del modello di business rispetto ai quali le imprese comunicano *ESG value driver* e quali aspetti ambientali e sociali sono maggiormente richiamati.

In Tabella 3.6 sono riportate le statistiche descrittive relative alla numerosità di *ESG value driver* rilevati nei bilanci e suddivisi rispetto ai quattro pilastri del modello di business [52]. Guardando all'ultima riga della tabella è facile comprendere che, complessivamente, la presenza di *ESG value driver* è piuttosto scarsa. Mediamente, ciascuna impresa comunica in media meno di un *ESG value driver*, e oltre la metà delle imprese non pubblica nessun *ESG value driver*, come dimostra il valore pari a zero della mediana (P50).

I pochi *ESG value driver* comunicati fanno riferimento soprattutto alla dimensione esterna del modello di business, legandosi alle caratteristiche distintive del Prodotto/servizio offerto dall'impresa. L'analisi ci consente di evidenziare che circa il 25% delle imprese integra la dimensione ambientale/sociale nel modello di business rispetto alle caratteristiche distintive del prodotto e che l'impresa più virtuosa in questo senso comunica quattro *ESG value driver* in questa categoria. Per contro, meno di un'impresa su quattro comunica di aver integrato gli aspetti ambientali e sociali come elemento chiave nella gestione dei rapporti con i clienti, nella gestione dei processi interni o nella definizione del sistema dei costi e delle fonti di ricavi (*revenue model*).

[52] Cfr. par. 3.5.2.

Tabella 3.6. – *Statistiche descrittive per ogni pilastro del business model*

Pilastro	*N*	*Media*	*Dev. St.*	*Min*	*P25*	*P50*	*P75*	*Max*
Prodotto/Servizio	480	0,381	0,651	0	0	0	1	4
Interfaccia con il cliente	480	0,025	0,156	0	0	0	0	1
Gestione delle infrastrutture	480	0,283	0,642	0	0	0	0	3
Aspetti finanziari	480	0,006	0,079	0	0	0	0	1
Tutti i pilastri	480	0,696	1,017	0	0	0	1	5

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 3.7 classifica gli *ESG value driver* comunicati dalle imprese rispetto agli specifici aspetti ambientali o sociali a cui gli stessi fanno riferimento.

Tabella 3.7. – *Statistiche descrittive per ogni argomento del business model*

Argomento	*N*	*Media*	*Dev. St.*	*Min*	*P25*	*P50*	*P75*	*Max*
Clima	480	0,296	0,479	0	0	0	1	2
Inquinamento	480	0,013	0,111	0	0	0	0	1
Acqua e risorse marine	480	0,027	0,162	0	0	0	0	1
Biodiversità ed ecosistemi	480	0,004	0,064	0	0	0	0	1
Uso delle risorse ed economia circolare	480	0,100	0,320	0	0	0	0	2
Forza lavoro propria	480	0,094	0,292	0	0	0	0	1
Lavoratori nella catena del valore	480	0,025	0,156	0	0	0	0	1
Comunità interessate	480	0,054	0,227	0	0	0	0	1
Consumatori e utenti finali	480	0,083	0,277	0	0	0	0	1
Tutti gli argomenti	480	0,696	1,017	0	0	0	1	5

Fonte: elaborazione personale.

Incrociando i risultati con quelli già commentati precedentemente, possiamo notare che le tematiche legate ai cambiamenti climatici, ovvero la gestione dei consumi energetici e le emissioni di gas a effetto serra (GHG) rappresentano l'aspetto sui cui le imprese hanno concentrato il loro impegno. L'attenzione ai

cambiamenti climatici non stupisce, considerando la centralità del tema nel dibattito pubblico, ma anche il fatto che la rendicontazione di questi aspetti è tra le più avanzate, dato che le prestazioni possono essere misurate per lo più in modo oggettivo e standardizzato.

La Tabella 3.8 mostra i risultati suddivisi per paese. Le imprese italiane risultano di gran lunga le più virtuose in merito all'integrazione degli aspetti ambientali e sociali nei propri modelli di business, con 1,333 *ESG value driver* per impresa, seguite dalle imprese irlandesi (1,083) e più indietro dalle svedesi (0,885). Da notare che le imprese italiane sembrano particolarmente concentrate sugli aspetti legati al Prodotto/servizio offerto, mentre altrove l'attenzione appare maggiormente suddivisa tra i diversi pilastri del modello di business.

Al fine di consentire un maggior dettaglio di analisi, la Tabella 3.9 riporta lo spaccato per paese di ciascuno degli aspetti ambientali e sociali considerati. I dati confermano la centralità su tutti del tema relativo al cambiamento climatico, rappresentato da almeno un'impresa in ogni paese, ad eccezione del Lussemburgo. All'opposto, il tema della Biodiversità viene integrato nel modello di business solo da imprese francesi. Da notare come, in generale, in tutti i paesi, i temi ambientali ricevano maggiore attenzione rispetto a quelli sociali.

Tabella 3.8. – *Medie per ogni pilastro del business model, analisi per paese*

Paese	*Prodotto/ servizio*	*Interfaccia con il cliente*	*Gestione delle infrastrutture*	*Aspetti finanziari*	*Tutti i pilastri*
Austria	0,333	0,000	0,333	0,000	*0,667*
Belgio	0,375	0,000	0,000	0,000	*0,375*
Danimarca	0,167	0,000	0,000	0,000	*0,167*
Finlandia	0,556	0,111	0,000	0,000	*0,667*
Francia	0,333	0,042	0,438	0,000	*0,813*
Germania	0,488	0,000	0,202	0,000	*0,690*
Irlanda	0,583	0,000	0,500	0,000	*1,083*
Italia	0,944	0,000	0,389	0,000	*1,333*
Lussemburgo	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,000*
Norvegia	0,167	0,000	0,000	0,000	*0,167*
Paesi Bassi	0,281	0,031	0,281	0,000	*0,594*
Polonia	0,500	0,000	0,250	0,000	*0,750*
Portogallo	0,000	0,000	0,167	0,000	*0,167*
Regno Unito	0,239	0,034	0,330	0,023	*0,625*
Spagna	0,500	0,000	0,056	0,000	*0,556*
Svezia	0,538	0,077	0,269	0,000	*0,885*
Svizzera	0,316	0,000	0,368	0,026	*0,711*
Totale	*0,381*	*0,025*	*0,283*	*0,006*	*0,696*

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 3.9. – *Medie per ogni argomento del business model, analisi per paese*

Paese	*Clima*	*Inquina-mento*	*Acqua e risorse marine*	*Biodiversità ed ecosistemi*	*Uso risorse ed economia circ.*	*Forza lavoro propria*	*Lavoratori catena del valore*	*Comunità interessate*	*Cons. e utenti finali*	*Tutti gli argomenti*
Austria	0,333	0,000	0,000	0,000	0,333	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,667*
Belgio	0,125	0,000	0,000	0,000	0,250	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,375*
Danimarca	0,167	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,167*
Finlandia	0,333	0,000	0,000	0,000	0,222	0,000	0,000	0,000	0,111	*0,667*
Francia	0,313	0,000	0,052	0,021	0,104	0,146	0,063	0,052	0,063	*0,813*
Germania	0,369	0,024	0,000	0,000	0,048	0,071	0,036	0,024	0,119	*0,690*
Irlanda	0,333	0,000	0,167	0,000	0,167	0,000	0,000	0,167	0,250	*1,083*
Italia	0,500	0,111	0,222	0,000	0,222	0,000	0,000	0,167	0,111	*1,333*
Lussemburgo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,000*
Norvegia	0,167	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,167*
Paesi Bassi	0,219	0,000	0,000	0,000	0,063	0,188	0,000	0,031	0,094	*0,594*
Polonia	0,750	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,750*
Portogallo	0,167	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*0,167*
Regno Unito	0,193	0,000	0,023	0,000	0,091	0,125	0,023	0,068	0,102	*0,625*
Spagna	0,333	0,000	0,000	0,000	0,111	0,056	0,000	0,056	0,000	*0,556*
Svezia	0,385	0,000	0,000	0,000	0,231	0,077	0,000	0,038	0,154	*0,885*
Svizzera	0,289	0,053	0,000	0,000	0,053	0,132	0,026	0,132	0,026	*0,711*
Totale	*0,296*	*0,013*	*0,027*	*0,004*	*0,100*	*0,094*	*0,025*	*0,054*	*0,083*	*0,696*

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 3.10 riporta il numero medio di *ESG value driver* per ogni pilatro del *business model* per ambito di attività. Tra i settori che maggiormente mostrano il loro impegno nell'integrazione figurano due categorie di servizi: *Real estate* e *Utilities*. Da notare, tuttavia, che i pilastri del modello di business coinvolti variano da settore a settore. Se per le imprese del *Real estate* la comunicazione si concentra esclusivamente sul pilastro Prodotto/servizio, per le *Utilities* risultano interessati sia il pilastro Prodotto/servizio che quello della Gestione delle infrastrutture. Tra i settori che rivelano i più bassi gradi di integrazione figurano *Health care*, *Telecomunications* e *Technology*.

L'elevata variabilità riscontrata tra i settori fa sorgere l'opportunità per un approfondimento futuro di ricerca che tenga conto non solo della variabilità a livello di impegno verso l'integrazione, ma anche delle differenze che caratterizzano l'orientamento dei settori su diversi pilastri del modello di business.

Tabella 3.10. – *Medie per ogni pilastro del business model, analisi per settore di attività*

Settore	*Prodotto/ servizio*	*Interfaccia con il cliente*	*Gestione delle infrastrutture*	*Aspetti finanziari*	*Tutti i pilastri*
Basic Materials	0,467	0,033	0,217	0,000	*0,717*
Consumer Discretionary	0,452	0,036	0,190	0,012	*0,690*
Consumer Staples	0,196	0,036	0,429	0,036	*0,696*
Energy	0,577	0,000	0,269	0,000	*0,846*
Health Care	0,079	0,053	0,132	0,000	*0,263*
Industrials	0,358	0,022	0,388	0,000	*0,769*
Real Estate	1,000	0,000	0,000	0,000	*1,000*
Technology	0,300	0,000	0,250	0,000	*0,550*
Telecommunication	0,167	0,000	0,250	0,000	*0,417*
Utilities	0,778	0,000	0,222	0,000	*1,000*
Totale	*0,381*	*0,025*	*0,283*	*0,006*	*0,696*

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 3.11 riporta il dettaglio dei risultati di settore distinguendo tra i diversi aspetti ambientali e sociali. In generale, il Clima rappresenta l'argomento più trattato in modo trasversale nei diversi settori, seguito da Uso delle risorse ed economia circolare e Forza lavoro propria.

Tabella 3.11. – *Medie per ogni argomento del business model, analisi per settore di attività*

Settore	*Clima*	*Inqui-namento*	*Acqua e risorse marine*	*Biodiversità ed ecosistemi*	*Uso risorse ed economia circ.*	*Forza lavoro propria*	*Lavoratori catena del valore*	*Comunità interessate*	*Cons. e utenti finali*	*Tutti gli argomenti*
Basic Materials	0,433	0,000	0,000	0,000	0,150	0,067	0,000	0,000	0,067	*0,717*
Consumer Discretionary	0,202	0,000	0,024	0,024	0,119	0,107	0,000	0,048	0,167	*0,690*
Consumer Staples	0,214	0,000	0,036	0,000	0,143	0,036	0,071	0,161	0,036	*0,696*
Energy	0,538	0,000	0,038	0,000	0,192	0,000	0,000	0,077	0,000	*0,846*
Health Care	0,026	0,000	0,000	0,000	0,026	0,105	0,053	0,000	0,053	*0,263*
Industrials	0,343	0,030	0,022	0,000	0,075	0,142	0,030	0,045	0,082	*0,769*
Real Estate	1,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	*1,000*
Technology	0,200	0,000	0,000	0,000	0,000	0,200	0,000	0,050	0,100	*0,550*
Telecommunication	0,083	0,000	0,000	0,000	0,000	0,042	0,083	0,125	0,083	*0,417*
Utilities	0,500	0,056	0,139	0,000	0,139	0,056	0,000	0,028	0,083	*1,000*
Totale	*0,296*	*0,013*	*0,027*	*0,004*	*0,100*	*0,094*	*0,025*	*0,054*	*0,083*	*0,696*

Fonte: elaborazione personale.

Come ultima analisi relativa alla comunicazione degli *ESG value driver* si riporta di seguito un confronto temporale tra i due esercizi presi in esame nell'analisi, 2022 e 2023. La Tabella 3.12 mostra un andamento crescente fra il 2022 e il 2023 con un valore medio di *ESG value driver* comunicati che passa da 0,625 a 0,767. Il *t-test* effettuato sui valori mediani, tuttavia, indica tale variazione come non significativa.

Tabella 3.12. – *Medie per ogni pilastro del business model, analisi per anno*

Anno	*Prodotto/ servizio*	*Interfaccia con il cliente*	*Gestione delle infrastrutture*	*Aspetti finanziari*	*Tutti i pilastri*
2022	0,358	0,025	0,233	0,008	0,625
2023	0,404	0,025	0,333	0,004	0,767
Totale	0,381	0,025	0,283	0,006	0,696

Fonte: elaborazione personale.

La Tabella 3.13 mostra un'analisi per anno degli *ESG value drivers* suddivisi per tematica ambientale/sociale. I dati evidenziano che l'argomento Clima non solo è il più rappresentato, ma mostra anche un andamento crescente passando da un valore medio di 0,267 ad uno di 0,325. Il tema meno rappresentato, Biodiversità ed ecosistemi, con un valore medio di 0,004, rimane stabile nei due anni presi in considerazione. Stabili anche Inquinamento e Uso risorse ed economia circolare, mentre mostra una crescita apprezzabile nel 2023 l'argomento Forza lavoro propria.

Tabella 3.13. – *Medie per ogni argomento del business model, analisi per anno*

Argomento	*2022*	*2023*	*Totale*
Clima	0,267	0,325	*0,296*
Inquinamento	0,013	0,013	*0,013*
Acqua e risorse marine	0,025	0,029	*0,027*
Biodiversità ed ecosistemi	0,004	0,004	*0,004*
Uso risorse ed economia circ.	0,100	0,100	*0,100*
Forza lavoro propria	0,075	0,113	*0,094*
Lavoratori catena del valore	0,021	0,029	*0,025*
Comunità interessate	0,046	0,063	*0,054*
Cons. e utenti finali	0.075	0.092	*0.083*
Tutti gli argomenti	*0.625*	*0.767*	*0.696*

Fonte: elaborazione personale.

3.5.4. *Analisi degli indicatori relativi ai temi ambientali e sociali*

Coerentemente con quanto descritto nel par. 3.5.2, la Tabella 3.14 fornisce una panoramica del numero di indicatori comunicati dalle imprese per ciascuna tematica ambientale e sociale. Oltre a mostrare il totale, il dato viene anche analizzato sulla base degli indicatori di risorsa, processo e risultato.

Tabella 3.14. – *Statistiche descrittive relative ai KPI per tematica ambientale e sociale*

Argomento	*N*	*Media*	*Dev. St.*	*Min*	*P25*	*P50*	*P75*	*Max*
Clima								
Risorsa	480	0,744	1,251	0	0	0	1	8
Processo	480	0,396	0,806	0	0	0	0	5
Risultato	480	2,977	2,709	0	1	2	4	18
Totale	480	4,117	3,492	0	2	3	5	22
Inquinamento								
Risorsa	480	0,031	0,298	0	0	0	0	4
Processo	480	0,027	0,186	0	0	0	0	2
Risultato	480	0,227	0,678	0	0	0	0	4
Totale	480	0,285	0,791	0	0	0	0	5
Acqua e risorse marine								
Risorsa	480	0,215	0,635	0	0	0	0	7
Processo	480	0,090	0,320	0	0	0	0	2
Risultato	480	0,463	0,936	0	0	0	1	7
Totale	480	0,767	1,250	0	0	0	1	8
Biodiversità ed ecosistemi								
Risorsa	480	0,004	0,064	0	0	0	0	1
Processo	480	0,031	0,186	0	0	0	0	2
Risultato	480	0,083	0,384	0	0	0	0	4
Totale	480	0,119	0,466	0	0	0	0	4
Uso delle risorse ed economia circolare								
Risorsa	480	0,142	0,579	0	0	0	0	6
Processo	480	0,094	0,395	0	0	0	0	4
Risultato	480	1,208	1,875	0	0	0	2	14
Totale	480	1,444	2,134	0	0	1	2	15

Argomento	*N*	*Media*	*Dev. St.*	*Min*	*P25*	*P50*	*P75*	*Max*
Forza lavoro propria								
Risorsa	480	0,321	0,771	0	0	0	0	6
Processo	480	0,542	1,212	0	0	0	1	11
Risultato	480	4,338	5,020	0	1	3	6	30
Totale	480	5,200	5,565	0	1	3	7	34
Lavoratori nella catena del valore								
Risorsa	480	0,023	0,227	0	0	0	0	3
Processo	480	0,265	0,953	0	0	0	0	11
Risultato	480	0,573	1,578	0	0	0	0	11
Totale	480	0,860	1,934	0	0	0	1	15
Comunità interessate								
Risorsa	480	0,025	0,156	0	0	0	0	1
Processo	480	0,033	0,191	0	0	0	0	2
Risultato	480	0,533	1,325	0	0	0	0	9
Totale	480	0,592	1,357	0	0	0	1	9
Consumatori e utenti finali								
Risorsa	480	0,000	0,000	0	0	0	0	0
Processo	480	0,029	0,192	0	0	0	0	2
Risultato	480	0,342	1,034	0	0	0	0	10
Totale	480	0,371	1,110	0	0	0	0	12

Fonte: elaborazione personale.

I due argomenti sui quali vengono forniti il maggior numero di indicatori sono Clima (media 4,117 indicatori per impresa) e Forza lavoro propria (media 5,200 indicatori per impresa). In entrambi i casi, le imprese che non forniscono alcun indicatore sui temi sono inferiori al 25% del campione, mentre l'azienda mediana del campione (P50) fornisce tre KPI per ciascuno dei due argomenti. Si tratta per la maggior parte di indicatori di risultato, con un numero abbastanza ridotto di indicatori di risorsa e processo. Il terzo argomento per il quale viene fornito almeno un KPI in media è relativo a Uso delle risorse ed economia circolare, a riprova del fatto che la pressione e le aspettative sugli aspetti ambientali risulta più alta di quella sulle tematiche sociali. Per la restante parte degli argomenti, in media le aziende del campione non forniscono neanche un indicatore.

La Tabella 3.15 fornisce una dettagliata analisi dei KPI per ciascun paese, tralasciando la categorizzazione come indicatori di risorsa, processo e risultato.

Concentrandosi sulla totalità degli indicatori forniti nel bilancio di sostenibilità, si può notare come la Polonia sia il paese che fornisce più informazioni, con oltre 26 indicatori di media per azienda. Seguono nella classifica dei paesi che forniscono più informazioni, rispettivamente Francia, Spagna e Italia, tutte con circa 20 indicatori. Il nostro Paese conferma la buona sensibilità in temi di sostenibilità e soprattutto nella misurazione degli aspetti chiave. I paesi con il minor numero di indicatori forniti sono invece Irlanda, Regno Unito ed Austria.

Combinando i risultati appena commentati con quelli emersi dall'analisi dei risultati sugli *ESG value driver* del modello di business (cfr. Tabella 3.9), il nostro paese emerge come quello che offre il miglior livello di integrazione della comunicazione ESG, sia in tema di numero di KPI, sia riguardo gli *ESG value driver* del modello di business. Diverso invece il posizionamento di altri paesi, tra cui spicca quello dell'Irlanda, posizionata al secondo posto per gli *ESG value driver*, ma tra i paesi con il minor numero di KPI comunicati. Concentrando l'attenzione sull'Italia, si nota come il maggior numero di KPI riguardi l'argomento Forza Lavoro Propria (9,222 indicatori di media), seguito da Clima (5,444 indicatori di media), Acqua e Risorse Marine (2,000 indicatori di media) ed Uso delle risorse ed economia circolare (1,500 indicatori di media). Se i primi due argomenti sono in linea con la media campionaria degli altri paesi europei, spicca il dato relativo ad Acqua e Risorse Marine. Si tratta di un aspetto fondamentale per il nostro paese, che ci permette anche una differenziazione rispetto ad altri paesi che affacciano sul Mediterraneo come la Spagna (0,778 indicatori di media su questo argomento).

Spostando l'attenzione sui settori di attività, la Tabella 3.16 mostra che il settore *Health Care* fornisce il maggior numero di indicatori su temi ambientali e sociali (19,289 indicatori di media). Il dato è influenzato dall'alto numero di informazioni fornite proprio su Clima e Forza lavoro propria. Seguono tra i settori più virtuosi *Energy* (18,769 indicatori di media) e *Utilities* (17,833 indicatori di media). Si colloca invece in fondo alla classifica il settore *Real Estate* con soli 6 indicatori di media. Una lettura combinata di questi risultati con quelli già commentati sugli *ESG value driver* (cfr. Tabella 3.10) evidenzia come il settore *Health Care* ottenga un buon posizionamento in tema di numero di KPI pubblicati, ma fornisce indicazioni molto ridotte sugli ESG *value driver* del modello di business. Tra le più bilanciate appare invece la comunicazione delle *Utilities*, che mostra un posizionamento molto elevato per entrambe le tipologie di informativa.

Tabella 3.15. – *Medie relative ai KPI totali per tematica ambientale e sociale, analisi per paese*

Paese	*Clima*	*Inquina-mento*	*Acqua e risorse marine*	*Biodiversità ed ecosistemi*	*Uso risorse ed economia circ.*	*Forza lavoro propria*	*Lavoratori catena del valore*	*Comunità interessate*	*Cons. e utenti finali*	*Tutti gli argomenti*
Austria	1,000	0,000	0,333	0,000	0,333	4,333	1,000	0,000	0,000	*7,000*
Belgio	2,875	0,125	0,625	0,125	0,375	3,125	0,000	0,625	0,875	*8,750*
Danimarca	3,833	0,500	1,333	0,000	0,500	4,333	0,333	0,333	1,917	*13,083*
Finlandia	4,056	0,444	1,222	0,111	1,444	6,167	0,889	0,000	0,111	*14,444*
Francia	5,521	0,365	0,823	0,271	2,188	7,802	2,042	0,927	0,646	*20,583*
Germania	5,024	0,524	1,048	0,071	1,524	5,821	0,595	0,321	0,167	*15,095*
Irlanda	1,750	0,000	0,333	0,000	1,167	0,667	0,000	0,000	0,333	*4,250*
Italia	5,444	0,556	2,000	0,167	1,500	9,222	0,889	0,333	0,111	*20,222*
Lussemburgo	4,000	0,000	0,000	0,000	1,000	7,000	2,000	2,000	1,000	*17,000*
Norvegia	3,500	0,167	0,083	0,500	1,333	4,500	0,083	0,250	0,083	*10,500*
Paesi Bassi	4,000	0,156	0,406	0,031	1,750	3,469	0,375	0,500	0,250	*10,938*
Polonia	4,500	0,000	2,250	0,000	2,500	11,750	0,500	5,000	0,250	*26,750*
Portogallo	2,500	0,000	0,667	0,833	0,833	4,833	0,667	1,333	0,000	*11,667*
Regno Unito	2,580	0,114	0,318	0,000	0,830	2,398	0,352	0,591	0,511	*7,693*
Spagna	6,444	0,111	0,778	0,222	1,944	8,444	1,222	1,333	0,056	*20,556*
Svezia	2,885	0,423	0,500	0,000	1,000	3,731	0,731	0,346	0,154	*9,769*
Svizzera	3,368	0,079	0,895	0,079	1,421	4,079	0,789	0,447	0,053	*11,211*
Totale	*4,117*	*0,285*	*0,767*	*0,119*	*1,444*	*5,200*	*0,860*	*0,592*	*0,371*	*13,754*

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 3.16. – *Medie relative ai KPI totali per tematica ambientale e sociale, analisi per settore di attività*

Settore	*Clima*	*Inquina-mento*	*Acqua e risorse marine*	*Biodiversità ed ecosistemi*	*Uso risorse ed economia circ.*	*Forza lavoro propria*	*Lavoratori catena del valore*	*Comunità interessate*	*Cons. e utenti finali*	*Tutti gli argomenti*
Basic Materials	2,900	0,450	0,683	0,067	0,717	3,183	0,333	0,200	0,150	8,683
Consumer Discretionary	4,869	0,345	0,798	0,036	2,333	5,405	1,381	0,845	0,440	16,452
Consumer Staples	3,107	0,232	0,821	0,179	2,268	2,500	1,143	0,786	0,893	11,929
Energy	3,923	0,500	1,231	0,346	1,115	9,731	0,654	1,038	0,231	18,769
Health Care	5,105	0,263	1,447	0,000	0,921	9,263	1,132	0,500	0,658	19,289
Industrials	3,739	0,321	0,567	0,142	1,321	5,104	0,784	0,336	0,149	*12,463*
Real Estate	2,000	0,000	0,000	0,000	2,000	0,000	0,000	0,000	2,000	6,000
Technology	3,950	0,000	0,300	0,000	1,100	3,300	0,400	0,350	0,300	9,700
Telecommunication	4,375	0,000	0,167	0,083	1,208	4,708	0,375	0,667	0,583	12,167
Utilities	6,500	0,056	1,139	0,278	0,861	6,750	0,861	1,194	0,194	17,833
Totale	4,117	0,285	0,767	0,119	1,444	5,200	0,860	0,592	0,371	13,754

Fonte: elaborazione personale.

Infine, la Tabella 3.17 mostra l'analisi dei KPI legati ad aspetti sociali e ambientali rispettivamente per il 2022 ed il 2023. I dati non mostrano differenze significative tra un anno e l'altro, fatta eccezione per la diminuzione degli indicatori forniti per l'argomento Comunità interessate (da 0,642 nel 2022 a 0,542 nel 2023). Il *t-test* effettuato sui valori medi, ma non riportato in tabella, conferma l'assenza di variazioni significative.

Tabella 3.17. – *Medie relative ai KPI totali per tematica ambientale e sociale, analisi per anno*

Tema	*2022*	*2023*	*Totale*
Clima	4,042	4,192	4,117
Inquinamento	0,279	0,292	0,285
Acqua e risorse marine	0,746	0,788	0,767
Biodiversità ed ecosistemi	0,104	0,133	0,119
Uso risorse ed economia circ.	1,408	1,479	1,444
Forza lavoro propria	5,158	5,242	5,200
Lavoratori catena del valore	0,833	0,888	0,860
Comunità interessate	0,642	0,542	0,592
Cons. e utenti finali	0,354	0,388	0,371
Tutti gli argomenti	13,567	13,942	13,754

Fonte: elaborazione personale.

3.5.5. *Analisi del posizionamento dei KPI relativi ai temi ESG*

Il presente paragrafo propone una combinazione delle due analisi presentate precedentemente al fine di analizzare la relazione tra gli *ESG value driver* e l'informativa fornita per il tramite dei KPI.

Al fine di poter illustrare chiaramente i risultati di tale analisi si ricorre a una rappresentazione matriciale per ciascuna delle tematiche ambientali e sociali considerate. Gli assi della matrice sono rappresentati dalle due dimensioni di analisi già presentate: da un lato il numero di *ESG value driver*, dall'altro il numero di KPI relativi ad aspetti ambientali e sociali comunicati da ciascuna impresa del campione. Dall'incrocio di queste due dimensioni si disegnano quattro quadranti che vengono interpretati come quattro scenari di comunicazione delle tematiche ambientali e sociali.

Il primo scenario è quello più virtuoso, in cui l'impegno dell'impresa verso una certa tematica ambientale/sociale è testimoniato da almeno un *ESG value driver*, e viene fornito almeno un indicatore sulla stessa tematica.

Il secondo scenario si verifica quando l'impresa comunica almeno un *ESG value driver* ma nessun KPI sulla stessa tematica. In questo caso, la rendicontazione offerta dall'impresa non è completa. L'impresa evidenzia come gli aspetti ESG siano integrati nel proprio modello di business, ma non offre alcuna indicazione circa le prestazioni ottenute in merito a tale aspetto. Il reale impegno dell'impresa potrebbe essere messo in discussione da un soggetto terzo che potrebbe giudicare poco affidabile una comunicazione priva di elementi quantitativi che corroborino in modo oggettivo l'impegno dell'impresa.

La terza possibilità è che l'impresa comunichi uno o più KPI su temi ambientali e sociali, ma nessun *ESG value drivers*. Tale modello di comunicazione potrebbe rappresentare le imprese che, pur avendo avviato un percorso di misurazione e monitoraggio degli aspetti ESG, non identificano tali aspetti come critici nella creazione di valore in base al modello di business adottato.

Il quarto e ultimo scenario riguarda la casistica nella quale l'azienda non fornisce alcun *ESG value driver* e nessun KPI su tematiche ambientali e sociali. Siamo di fronte al modello di comunicazione meno virtuoso, che non solo denuncia la mancanza di integrazione degli aspetti di sostenibilità nel modello di business, ma anche la mancanza di volontà nel comunicare in modo concreto e oggettivo il proprio impegno verso tali aspetti.

Sulla base delle quattro strategie di comunicazione sopra indicate, si è provveduto a costruire la Tabella 3.18. Nei quattro quadranti delle matrici viene riportato il numero di imprese che ricade nel quadrante, e tra parentesi la loro percentuale rispetto al totale delle imprese del campione. Nella tabella gli scenari sopra descritti sono rappresentati nelle celle di incrocio tra le righe KPI e le colonne *Value driver* come segue: primo scenario: KPI=1 e *Value driver*=1; secondo scenario: KPI=0 e *Value driver*=1; terzo scenario: KPI=1 e *Value driver*=0; quarto scenario: KPI=0 e *Value driver*= 0.

Coerentemente con quanto emerso dalle analisi precedenti, il tema che presenta il maggior grado di integrazione nei modelli di business e nei sistemi di rendicontazione delle imprese europee è quello del cambiamento climatico. Tuttavia, solo il 27,5% del campione fornisce una rendicontazione integrata e completa, mentre la maggior parte delle imprese europee, pari a circa il 68%, comunica solo KPI a fini di misurazione, ma non dichiara di considerare tale aspetto connesso alla creazione di valore.

La dinamica descritta per il tema del cambiamento climatico risulta presente in molti altri temi, con particolare riferimento ad Acqua e risorse marine, Uso delle Risorse ed Economia Circolare, e Comunità interessate.

Tabella 3.18. – *Matrici di posizionamento* ESG value driver *e KPI per ciascuna tematica ambientale e sociale*

Clima	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	16 (3,3%)	5 (1,0%)
KPI = 1	327 (68,1%)	132 (27,5%)
Inquinamento	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	399 (83,1%)	5 (1,0%)
KPI = 1	75 (15,6%)	1 (0,2%)
Acqua e risorse marina	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	278 (57,9%)	4 (0,8%)
KPI = 1	189 (39,4%)	9 (1,9%)
Biodiversità ed ecosistemi	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	439 (91,5%)	2 (0,4%)
KPI = 1	39 (8,1%)	0 (0,0%)
Uso risorse ed economia circolare	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	208 (43,3%)	11 (2,3%)
KPI = 1	227 (47,3%)	34 (7,1%)
Forza lavoro propria	Value Driver = 0	Value Driver = 1
KPI = 0	56 (11,7%)	6 (1,3%)
KPI = 1	379 (79,0%)	39 (8,1%)
Lavoratori catena valore	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	312 (65,0%)	3 (0,6%)
KPI = 1	156 (32,5%)	9 (1,9%)
Comunità interessate	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	327 (68,1%)	19 (4,0%)
KPI = 1	127 (26,5%)	7 (1,5%)
Consumatori e utenti finali	*Value Driver = 0*	*Value Driver = 1*
KPI = 0	356 (74,2%)	28 (5,8%)
KPI = 1	84 (17,5%)	12 (2,5%)

Fonte: elaborazione personale.

3.6. Conclusioni

Il processo di ampliamento degli obblighi di rendicontazione avviato in molti paesi sta assumendo un ruolo chiave nel dibattito sulla rendicontazione ESG. In Europa questo percorso è iniziato con l'introduzione della NFRD che ha visto ampliare i confini del bilancio d'impresa alle tematiche ESG e prosegue con la CSRD che introduce obblighi più stringenti e un sistema di standard di rendicontazione specifico. Tuttavia, ridurre l'intero fenomeno legato alla proliferazione di reportistica ESG all'attuazione di nuove norme appare alquanto riduttivo. La necessità di mantenere o rafforzare il vantaggio competitivo in un contesto sempre più dinamico da un lato, e di assicurarsi l'accesso alle fonti di finanziamento alle migliori condizioni dall'altro, sono fattori di mercato che svolgono un ruolo critico e mantengono alta l'attenzione sul tema anche per categorie di imprese escluse dalla platea dei soggetti direttamente interessati dalla normativa.

La rendicontazione ESG è di fatto ancora ai suoi inizi e presenta caratteristiche molto diverse rispetto a quella finanziaria. I profili di complessità e di soggettività che si incontrano nel momento in cui si intraprende un percorso di rendicontazione ESG rappresentano una novità assoluta e presuppongono un approccio diverso rispetto a quello adottato nell'informativa finanziaria [53] [54]. Nell'intensione del legislatore, l'introduzione di un obbligo di rendicontazione dovrebbe fungere da volano per le imprese nell'attuazione di percorsi che favoriscano l'integrazione degli aspetti ambientali e sociali nelle modalità di gestione del business. In questa prospettiva, la rendicontazione si pone a valle di un processo che presuppone l'adozione di un modo diverso di concepire l'impresa e la sua gestione, che si riflette negli aspetti strategici e nei processi direttamente responsabili della creazione del valore. Coerentemente con questo approccio, i nuovi standard di rendicontazione propongono un modello di bilancio sostenibile in cui gli indicatori di prestazione si inseriscono in un quadro più ampio, che coinvolge direttamente i processi responsabili della creazione del valore, quali la strategia, il modello di business e la catena del valore.

A pochi giorni dalla pubblicazione dei primi bilanci di sostenibilità preparati con gli standard ESRS, la nostra analisi rivela questo modello appare ancora lontano dall'essere interiorizzato dalle imprese. Nel complesso, solo una parte molto modesta di imprese comunica di aver avviato percorsi interni che mirano

[53] Wagenhofer, A. (2024), "Sustainability reporting: A financial reporting perspective", in *Accounting in Europe*, 21(1), pp. 1-13.

[54] Christensen, D.M., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2022), *op. cit.*; Yu, E.P.Y., Van Luu, B., & Chen, C.H. (2020), *op. cit.*

all'integrazione di aspetti ambientali e sociali nei processi di creazione del valore. Sembrerebbe che le imprese europee siano per lo più concentrate sull'integrazione degli aspetti di sostenibilità nei sistemi di monitoraggio e controllo, dando priorità ai temi ambientali rispetto a quelli sociali. Questo risultato è particolarmente significativo se si pensa che ad essere state esaminate sono le imprese incluse nell'EuroStoxx 600, ovvero le più grandi imprese Europee e anche quelle che da più tempo sono soggette a obblighi di rendicontazione nell'ambito ESG. In particolare, tale risultato rivela che ad oggi, anche per le imprese più grandi, la spinta a rivedere i processi di creazione del valore in chiave di sostenibilità appare tutto considerato modesta, e non tale da generare adattamenti profondi. Atteso che ogni cambiamento che coinvolge il modo in cui l'impresa gestisce la propria attività richiede tempi lunghi per trovare realizzazione, la svolta verso la sostenibilità potrebbe richiedere più tempo di quanto da molti pronosticato.

L'analisi mostra anche che vi sono differenze marcate nelle pratiche di comunicazione. Innanzitutto, la comunicazione circa l'integrazione delle iniziative ambientali e sociali appare largamente riconducibile a un unico aspetto ambientale, quello del clima. Questo risultato non sorprende, considerando che gli investimenti nel settore dei consumi energetici offrono un alto grado di certezza nei risultati e tempi di ritorno generalmente brevi, oltre a essere tra i più facili da monitorare in modo oggettivo e standardizzato. Tra le tematiche sociali, invece, il tema della Forza lavoro propria è quello più richiamato nel modello di business, sebbene da un numero molto limitato di imprese, e in assoluto quello più spesso misurato. Altre tematiche, come "Lavoratori della catena del valore" e "Comunità interessate" non compaiono praticamente mai come *value driver*, e in rari casi sono oggetto di misurazioni quantitative. Al di là delle difficoltà di misurazione degli impatti che caratterizzano queste tematiche, è necessario tener conto che tale livello di integrazione può richiedere un ripensamento importante del modello di business che richiede tempi lunghi di maturazione.

Un elemento interessante che emerge dalla nostra analisi è che la rendicontazione offerta dalle imprese mira soprattutto a far emergere *value driver* in relazione a uno specifico pilastro del modello di business che guarda all'esterno dell'impresa, ovvero il Prodotto/servizio offerto, mentre molto più raramente si descrivono *value driver* che chiamano in causa ambiti interni di "Gestione delle infrastrutture". Tale scelta potrebbe essere una scelta di comunicazione strategica, volta a concentrare la comunicazione ESG su aspetti più percepibili ai soggetti esterni al fine di massimizzarne l'efficacia. È plausibile, del resto, che *value driver* che riguardano la gestione interna dei processi includano informazioni sensibili che l'impresa non vuole divulgare. Il tema di quali pilastri del modello di business sono i più coinvolti nei processi di adeguamento ESG e di

come questi sono inglobati nella rendicontazione sicuramente rappresenta un'area di futuri sviluppi della ricerca.

Guardando alle differenze tra i paesi, è opportuno evidenziare come le imprese italiane emergano dal confronto come quelle più virtuose sotto il profilo dell'integrazione. Per contro altri paesi, quali la Norvegia e la Danimarca sono tra quelli che presentano il minor numero di imprese impegnate a offrire una rendicontazione integrata e attenta agli aspetti quantitativi. Tali risultati lasciano sorpresi considerando che i paesi scandinavi sono solitamente considerati tra i più virtuosi e impegnati nel portare avanti gli obiettivi della sostenibilità. Futuri sviluppi della ricerca potrebbe mettere in luce i fattori alla base delle differenze comunicative, tenendo conto degli effetti legati alle variabili istituzionali che caratterizzano paesi diversi.

Il confronto tra settori, mostra il settore *Utilities* come quello più avanzato nel percorso di integrazione, con una comunicazione ESG che impatta di più il modello di business rispetto ad altri settori e un numero di indicatori generalmente più elevato. Per contro, le imprese del settore *Health care* sono quelle che comunicano il maggior numero di KPI legati a temi ambientali e sociali, ma allo stesso tempo sono quelli che presentano i profilli più bassi in termini di integrazione nel modello di business.

4.
La comunicazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* nei bilanci delle aziende europee

4.1. Introduzione

Negli ultimi anni [1], la crescente rilevanza delle questioni di sostenibilità nella gestione aziendale ha reso imprescindibile la misurazione e la rendicontazione della *performance* ESG. Si tratta di operazioni di rilevazione e informazione essenziali per una serie di ragioni: contrastare il *greenwashing*, collegando gli obiettivi ESG a target quantificabili, valutare in modo più oggettivo le *performance* aziendali, agevolando il monitoraggio dell'efficacia dell'azione manageriale, migliorare la trasparenza nei confronti degli *stakeholder*. Inoltre, la misurazione delle *performance* ESG è fondamentale per la mappatura e la gestione dei rischi correlati. I rischi ambientali, sociali e di *governance*, che assumono una sempre maggiore centralità per molte imprese, devono essere integrati nei processi di gestione del rischio e nella valutazione delle strategie di medio-lungo termine. Una chiara identificazione e quantificazione di questi rischi non-finanziari consente una risposta più efficace alle sfide della sostenibilità e consente di ridurre l'esposizione delle imprese a potenziali impatti negativi.

La letteratura e la pratica professionale hanno rilevato come, nonostante i progressi registrati negli ultimi anni nel livello di *disclosure* di sostenibilità, permanga un disallineamento tra i rischi ESG presentati nei report di soste-

[1] Sebbene il presente capitolo sia frutto di un lavoro congiunto dell'unità di ricerca dell'Università Ca' Foscari Venezia, i paragrafi seguenti possono essere attribuiti ai singoli autori come segue: 4.1. Introduzione: *Chiara Mio*; 4.2. La comunicazione dei rischi ESG: un'analisi sistematica della letteratura accademica: *Antonio Costantini*, *Nicolas Canestraro*; 4.3. Il governo e la gestione dei rischi ESG: *Marco Fasan, Daria Arkhipova*; 4.4. La comunicazione e la tassonomia dei rischi ESG nella rendicontazione di sostenibilità: un'analisi comparata dei diversi standard: *Marisa Agostini*; 4.5. Gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG: *Silvia Panfilo*, *Nicolas Canestraro*; 4.6. Conclusioni: *Chiara Mio, Marco Fasan, Marisa Agostini, Silvia Panfilo, Antonio Costantini, Daria Arkhipova*.

nibilità e quelli sperimentati nella pratica aziendale [2]. Le principali cause di questa discrepanza, che pone problemi di affidabilità delle informazioni, possono essere ricondotte alle difficoltà di quantificazione economica intrinseche alla natura stessa dei rischi ESG, con una potenziale sottovalutazione all'interno delle strategie aziendali, a una talvolta limitata conoscenza dei rischi ESG a livello aziendale, in particolare nelle aziende in cui i responsabili della sostenibilità e i *team* di controllo del rischio operano in modo disgiunto, con una conseguente gestione "per silo" di questi rischi. Per poter prioritizzare e gestire strategicamente i rischi ESG in modo efficace, le imprese dovrebbero invece adottare un approccio olistico, evidenziando nelle loro comunicazioni l'interconnessione tra informazioni finanziarie e non-finanziarie.

Al tempo stesso, come descritto nel capitolo 1, si è assistito negli ultimi anni al susseguirsi di atti normativi da parte del legislatore europeo, dalla NFRD alla più recente CSRD; quest'ultima risulta oggetto di proposte di modifica tuttora *in itinere* dopo la pubblicazione del "pacchetto Omnibus" del 26 febbraio 2025, con l'obiettivo di ridimensionare i requisiti di rendicontazione. L'*iter* normativo intrapreso mira ad accrescere la trasparenza e la comparabilità della comunicazione di sostenibilità (al riguardo si vedano anche i criteri di rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e accessibilità descritti ed esaminati nel capitolo 1), richiedendo alle imprese di fornire informazioni standardizzate anche ai fini di una corretta comprensione degli impatti, dei rischi e delle opportunità rilevanti inerenti alle questioni ESG e delle azioni compiute o da compiere per affrontare determinati impatti o rischi, o trarre vantaggio da determinate opportunità.

Il presente capitolo analizza il tema della comunicazione dei rischi ESG nei bilanci delle imprese europee, secondo diverse prospettive tra loro integrate. In primo luogo (paragrafo 4.2) compie una revisione sistematica nella letteratura accademica, discutendo le principali evidenze emerse sul tema. Poi, sulla base della letteratura accademica e delle *best practice* professionali, approfondisce le modalità di gestione e *governance* dei rischi ESG (paragrafo 4.3). Nel paragrafo 4.4 l'attenzione si sposta sulla tassonomia dei rischi ESG, con un'analisi comparata dei principali standard di rendicontazione. Infine, il paragrafo 4.5 presenta un'analisi empirica, condotta su bilanci aziendali europei, riguardante gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG. L'analisi svolta ha permesso di valutare l'impatto della direttiva sulla trasparenza e sulla qualità della *disclosure* ESG, mettendo in luce tendenze settoriali e nazionali.

[2] Dal Fabbro, L., (2022), *ESG. La misurazione della sostenibilità*, Rubbettino.

4.2. La comunicazione dei rischi ESG: un'analisi sistematica della letteratura accademica

Come anticipato nell'introduzione, una prima analisi riguardante la comunicazione dei rischi ESG è consistita nel mappare l'evoluzione della letteratura accademica sul tema. Per selezionare, riassumere e sistematizzare i principali contributi di precedenti lavori di ricerca sulla comunicazione dei rischi ESG da parte delle imprese, è stata svolta una revisione sistematica della letteratura. Tale metodologia è già stata impiegata nel capitolo 1 per identificare i temi emergenti, le prospettive teoriche e le criticità ricorrenti con riferimento alla qualità dell'informativa di sostenibilità. Essa mira infatti a generare risultati caratterizzati da trasparenza, completezza e riproducibilità dell'analisi [3]. L'obiettivo principale della revisione svolta è stato duplice: *in primis*, si è mappata l'evoluzione della letteratura accademica sulla rendicontazione dei rischi aziendali prestando particolare attenzione al tema dei rischi non finanziari (di seguito anche rischi ESG) alla luce dei recenti sviluppi normativi (approfonditi nel paragrafo 1.2) nel contesto europeo (si vedano la *Non-Financial Reporting Directive* e la *Corporate Sustainability Reporting Directive*); in secondo luogo, si sono individuate le tendenze emergenti nella letteratura scientifica riguardante il tema della divulgazione dei rischi aziendali. A tali fini si sono utilizzate le piattaforme Scopus e Web of Science (WoS), considerate strumenti *leader* nell'analisi delle citazioni [4]. I riferimenti bibliografici di interesse sono stati recuperati tramite una ricerca per parole chiave implementata nelle piattaforme di cui sopra, sviluppando una stringa di ricerca. Le parole chiave sono state selezionate da studi precedenti che trattano argomenti strettamente legati al tema centrale di questo studio. Esempi di termini scelti includono "*nonfinancial risks*," "ESG *risks*," "*risk disclosure*" e "*risk reporting*".

Dopo aver raccolto tutte le parole chiave rilevanti, è stata creata e implementata la seguente stringa di ricerca nei database selezionati:

nonfinancial OR non-financial OR esg AND
information OR report OR disclos* AND risk**

[3] Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003), "Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review", in *British Journal of Management*, 14(3), pp. 207-222; Littell, J.H., Corcoran, J., & Pillai, V.K. (2008), *Systematic reviews and meta-analysis*, Oxford University Press; Sivarajah, U., Kamal, M.M., Irani, Z., & Weerakkody, V. (2017), "Critical analysis of big data challenges and analytical methods", in *Journal of Business Research*, 70(1), pp. 263-286.

[4] Pranckutė, R. (2021), "Web of Science (WoS) and Scopus: The titans of bibliographic information in today's academic world", in *Publications*, 9(1), 12.

L'insieme di pubblicazioni recuperato applicando questa stringa è stato successivamente affinato selezionando esclusivamente articoli pubblicati su riviste scientifiche, sia nella loro fase finale di pubblicazione sia attualmente in stampa. I risultati sono stati ulteriormente limitati considerando solo articoli redatti in lingua inglese ed escludendo quelli il cui anno di pubblicazione corrisponde al 2024, poiché quest'ultimo non era considerato definitivo in Scopus e WoS al momento dello svolgimento della revisione della letteratura (novembre 2023). Successivamente, l'insieme di riferimenti rimanenti è stato ulteriormente affinato selezionando solo articoli pertinenti alle aree tematiche di Scopus e WoS riportate nella Tabella 4.1.

Per focalizzare l'analisi esclusivamente su articoli pubblicati sulle riviste di maggiore impatto scientifico, è stata scaricata l'edizione 2022 dello *SCImago Journal & Country Rank* (SJR). Sono stati considerati solo articoli pubblicati su riviste afferenti all'area tematica "*Business, Management and Accounting*" o contenenti il termine "*risk*" o un suo derivato ("*risks*", "*risky*", "*riskiness*", …) nel proprio titolo e classificati nel primo o secondo quartile di SJR. Nell'ultima fase della procedura di selezione, l'insieme di articoli rimanenti è stato nuovamente affinato in base alla pertinenza delle pubblicazioni in esso contenute al tema centrale del presente studio. I riferimenti sono stati considerati pertinenti se il loro *focus* di ricerca (identificato esaminando titolo, *abstract* e parole chiave di ciascun articolo) ha come oggetto la divulgazione dei rischi aziendali. Più specificamente, sono stati indagate tre aree tematiche: (i) il legame tra *framework*, regolamenti e pratiche di rendicontazione dei rischi, con un *focus* specifico sui rischi non finanziari; (ii) i fattori che influenzano la divulgazione dei rischi da parte delle imprese; e (iii) le sfide attuali e le linee di ricerca emergenti nella divulgazione dei rischi aziendali. La Tabella 4.1. riassume la metodologia sopra descritta.

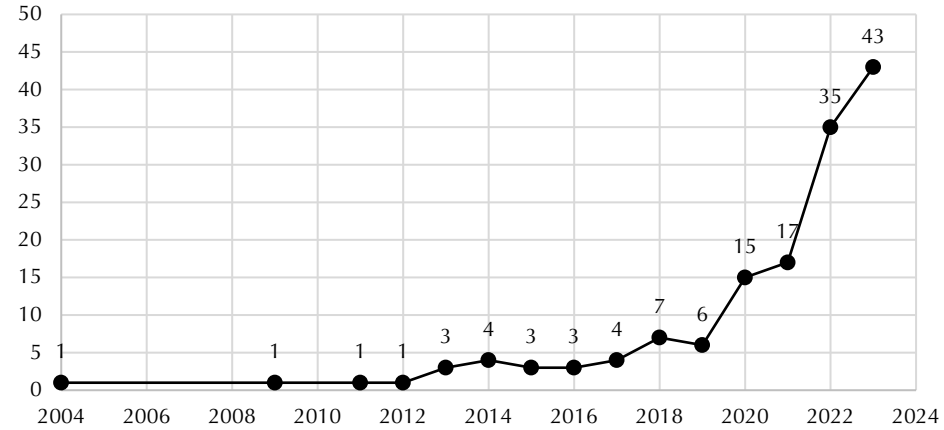
Tabella 4.1. – *La metodologia della ricerca*

Metodologia: revisione sistematica della letteratura sulla divulgazione dei rischi aziendali da parte delle imprese
↓
STEP 1: ricerca per parole chiave e raccolta dei riferimenti bibliografici attraverso Scopus e WoS
↓
STEP 2 (tipo di documento): selezione di soli articoli scientifici
↓
STEP 3 (tipo di fonte): selezione di soli articoli già pubblicati su riviste scientifiche o attualmente in stampa
↓
STEP 4 (lingua): selezione di soli articoli redatti in lingua inglese
↓
STEP 5 (anno di pubblicazione): esclusione di articoli il cui anno di pubblicazione corrisponde al 2024
↓
STEP 6 (area tematica): selezione di soli articoli afferenti alle aree tematiche "*Business, Management and Accounting*", "*Economics, Econometrics and Finance*", "*Social Sciences*", "*Environmental Science*", "*Decision Sciences*", "Multidisciplinary" (Scopus) e "*Business Finance*", "*Business*", "*Management*", "*Economics*", "*Environmental Studies*", "*Environmental Sciences*", "*Social Sciences Interdisciplinary*", e "*Multidisciplinary Sciences*" (WoS)
↓
STEP 7 (SJR): selezione di soli articoli pubblicati su riviste afferenti all'area tematica "*Business, Management and Accounting*" dello *SCImago Journal & Country Rank* (edizione 2022) o contenenti il termine "*risk*" o un suo derivato nel proprio titolo
↓
STEP 8 (classifica): selezione di soli articoli pubblicati su riviste comprese nel primo e nel secondo quartile ("Q1" e "Q2") dello *SCImago Journal & Country Rank* (edizione 2022)
↓
STEP 9 (titolo, *abstract*, parole chiave): esclusione di articoli ritenuti irrilevanti sulla base del loro titolo, *abstract* o delle loro parole chiave
↓
Campione finale di articoli da considerare nello studio

Fonte: elaborazione degli autori.

Sulla base della metodologia descritta, sono stati selezionati 144 articoli pubblicati in 72 riviste diverse. La Figura 4.1 fornisce una sintesi del numero di articoli pubblicati in ciascun anno considerato nel campione, mentre la Tabella 4.2 evidenzia le riviste maggiormente rappresentate nel campione.

Figura 4.1. – *Distribuzione degli articoli selezionati per anno di pubblicazione*



Fonte: elaborazione personale su dati Scopus.

Le pubblicazioni contenute nel campione finale sono state esaminate secondo le seguenti dimensioni: (i) *focus* della ricerca, ovvero le principali questioni considerate nell'articolo; (ii) teoria/paradigma, che corrisponde all'approccio teorico utilizzato per svolgere lo studio e interpretare i risultati ottenuti (ad esempio, la teoria delle istituzioni o "*institutional theory*", la teoria degli *stakeholder* o "*stakeholder theory*" e la teoria dei segnali o "*signalling theory*"), se presente; (iii) *focus* geografico dello studio; (iv) metodologia di ricerca utilizzata nello studio (qualitativa, quantitativa, revisione della letteratura, metodi misti o discussione/saggio); (v) principali risultati, ossia le conclusioni tratte dalle analisi svolte negli articoli; e (vi) linee di ricerca future, per raccogliere suggerimenti per future iniziative di ricerca e modellare le fasi successive di questo progetto attorno alle domande sollevate dalla comunità scientifica in materia di divulgazione dei rischi aziendali.

Tabella 4.2. – *Distribuzione degli articoli selezionati tra le riviste scientifiche maggiormente rappresentate*

Titolo della rivista	*Numero di articoli selezionati*
Corporate Social Responsibility and Environmental Management	10
Journal of Financial Reporting and Accounting	9
Business Strategy and the Environment	9
Meditari Accountancy Research	8
Risks	5
Australasian Accounting, Business and Finance Journal	4
Journal of Cleaner Production	4
Journal of Applied Accounting Research	4
Journal of Business Ethics	4
Social Responsibility Journal	4
Accounting in Europe	3
Sustainability Accounting, Management and Policy Journal	3
International Journal of Accounting and Information Management	3

Fonte: elaborazione personale su dati Scopus.

4.2.1. *Revisione della letteratura e discussione dei risultati*

Questa sezione riporta gli aspetti chiave emersi con la revisione della letteratura e li espone per argomento trattato in ciascun articolo. In particolare, la discussione si sviluppa attorno a tre temi principali (come anticipato nel paragrafo precedente): la divulgazione dei rischi non finanziari e il legame tra *framework*, regolamentazioni e pratiche di rendicontazione; i fattori determinanti della divulgazione dei rischi aziendali da parte delle imprese; e le sfide attuali e le linee di ricerca emergenti nella letteratura scientifica sul tema della divulgazione dei rischi ESG.

4.2.1.1. *Divulgazione dei rischi non finanziari: il legame tra "*framework*", regolamentazioni e pratiche di rendicontazione*

Tra i *framework* esaminati nella letteratura scientifica sulla divulgazione dei rischi non finanziari, due ampiamente adottati dalle aziende sono l'*Integrated Reporting* (IR) e il *framework* sviluppato dalla *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD). Per quanto riguarda il primo, gli studi passati affermano che l'IR enfatizza eccessivamente le implicazioni finanziarie delle

questioni di sostenibilità per le aziende, a scapito di un impegno più sostanziale da parte di queste ultime nella comunicazione di informazioni sull'impatto delle imprese su ambiente e società. Ciò complica l'integrazione degli standard della *Global Reporting Initiative* e degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite in tale *framework* [5]. Tuttavia, è stato osservato un moderato aumento sia nel volume che nella qualità dell'attività di divulgazione relativa all'IR [6].

Il *framework* TCFD, invece, ha generato un aumento del volume delle informazioni sui rischi climatici divulgate dalle aziende, anche se è stata osservata una mancanza di coerenza tra le raccomandazioni TCFD e le pratiche di divulgazione adottate dalle imprese [7]. La conformità ai *framework* di rendicontazione risulta più prominente nel settore pubblico e, nello specifico, i comuni europei sembrano impegnarsi maggiormente nella divulgazione di carattere non finanziario, probabilmente in virtù della funzione di monitoraggio svolta dall'Unione Europea (UE) [8]. Inoltre, è stata evidenziata una mancanza di comparabilità tra le pratiche di divulgazione dei rischi adottate da diverse aziende, principalmente dovuta all'assenza di un *framework* di rendicontazione unico e condiviso [9].

---

[5] Setia, N., Abhayawansa, S., & Joshi, M. (2022), "In search of a wider corporate reporting framework: A critical evaluation of the international Integrated Reporting framework", in *Accounting in Europe*, 19(3), pp. 1-26; Tsagas, G., & Villiers, C. (2020), "Why 'less is more' in non-financial reporting initiatives: Concrete steps towards supporting sustainability", in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 10(2), 20180045; Camilleri, M.A. (2018), "Theoretical insights on integrated reporting", in *Corporate Communications: An International Journal*, 23(4), pp. 567-581.

[6] Al Amosh, H., & Mansor, N. (2021), "Disclosure of integrated reporting elements by industrial companies: evidence from Jordan", in *Journal of Management and Governance*, 25, 121-145; Dilling, P.F.A., & Harris, P. (2018), "Reporting on long-term value creation by Canadian companies: A longitudinal assessment", in *Journal of Cleaner Production*, 191, pp. 350-360; Kiliç, M., & Kuzey, C. (2018), "Assessing current company reports according to the IIRC integrated reporting framework", in *Meditari Accountancy Research*, 26(2), pp. 305-333.

[7] Di Marco, R., Dong, T., Malatincová, R., Reuter, M., & Strömsten, T. (2022), "Symbol or substance? Scrutinizing the 'risk transparency premise' in marketized sustainable finance: The case of TCFD reporting", in *Business Strategy and the Environment*, 32(6), pp. 3027-3052; Ngo, T., Le, T., Ullah, S., & Trinh, H.H. (2022), "Climate risk disclosures and global sustainability initiatives: a conceptual analysis and agenda for future research", in *Business Strategy and the Environment*, 32(6), pp. 3705-3720.; Demaria, S., & Rigot, S. (2020), "Corporate environmental reporting: Are French firms compliant with the Task Force on Climate Financial Disclosures'recommendations?", in *Business Strategy and the Environment*, 30(1), pp. 721-738.

[8] Nistor, C.S., Stefanescu, C.A., Oprisor, T., & Crisan, A.R. (2019), "Approaching public sector transparency through an integrated reporting benchmark", in *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(2), pp. 249-270.

[9] Barth, M.E. (2022), "Accounting standards: the 'too difficult'box – the next big accounting issue?", in *Accounting and Business Research*, 52(5), pp. 565-577; De Silva Lokuwaduge, C.S., & De

Indipendentemente dal *framework* scelto, le pratiche di rendicontazione dei rischi non finanziari delle aziende sembrano ancora originare da un mero tentativo di soddisfare i requisiti normativi [10]. Tuttavia, le pressioni degli *stakeholder* hanno recentemente iniziato a rappresentare una forza trainante della rendicontazione non finanziaria. Le richieste in continua evoluzione degli *stakeholder* per un maggiore volume di *disclosure* sulle tematiche ESG spingono infatti le aziende a divulgare sempre più informazioni su base volontaria, andando oltre il semplice rispetto dei requisiti normativi [11].

Le recenti regolamentazioni sulla rendicontazione ESG hanno avuto un impatto positivo sulle pratiche di divulgazione non finanziaria delle imprese. Tuttavia, i regolatori sono stati invitati a prestare attenzione ad un'eccessiva complessità normativa, che potrebbe abbattere gli effetti favorevoli generati da tale regolamentazione [12].

In particolare, riguardo alla NFRD, gli studi passati hanno evidenziato che tale Direttiva ha generalmente favorito un aumento del volume e della qualità di questa forma di rendicontazione (al riguardo, si veda anche l'analisi empirica al paragrafo 4.5), sebbene i miglioramenti sembrino concentrarsi su specifiche aree di divulgazione (ad esempio, "Politiche e *Due Diligence*" e "Principali Rischi e Indicatori Chiave di *Performance* Non-Finanziari"; rischi ambientali, sanitari e di sicurezza) [13]. La NFRD ha inoltre avviato un processo di "razionalizzazione della divulgazione", tramite il quale le aziende forniscono un volume

---

Silva, K.M. (2022), "ESG risk disclosure and the risk of green washing", in *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*, 16(1), pp. 146-159; Tsagas, G., & Villiers, C. (2020), *op. cit.*

[10] Abhayawansa, S., & Adams, C. (2022), "Towards a conceptual framework for non-financial reporting inclusive of pandemic and climate risk reporting", in *Meditari Accountancy Research*, 30(3), pp. 710-738; De Silva Lokuwaduge, C.S., & De Silva, K.M. (2022), *op. cit.*

[11] De Silva Lokuwaduge, C.S., Smark, C., & Mir, M. (2022), "The surge of environmental social and governance reporting and Sustainable Development Goals: Some normative thoughts", in *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*, 16(2), pp. 3-11.

[12] Villiers, C. (2022), "New directions in the European Union's regulatory framework for corporate reporting, due diligence and accountability: the challenge of complexity", in *European Journal of Risk Regulation*, 13(4), pp. 1-19; Gray, S.J., Hellman, N., & Ivanova, M.N. (2019), "Extractive industries reporting: A review of accounting challenges and the research literature", in *Abacus*, 55(1), pp. 42-91.

[13] Traxler, A.A., Greiling, D., Freinbichler, M., & Mayerhofer, P. (2023), "Does the Directive of the European Union on disclosure of non-financial and diversity information improve reporting?", in *Journal of Accounting & Organizational Change*, 19(6), pp. 70-90; Arif, M., Gan, C., & Nadeem, M. (2022), "Regulating non-financial reporting: evidence from European firms' environmental, social and governance disclosures and earnings risk", in *Meditari Accountancy Research*, 30(3), pp. 495-523; Leopizzi, R., Iazzi, A., Venturelli, A., & Principale, S. (2020), "Nonfinancial risk disclosure: The 'state of the art'of Italian companies", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), pp. 358-368; Tarquinio, L., & Posadas, S.C. (2020), "Exploring the term 'non-financial information': an academics'view", in *Meditari Accountancy Research*, 28(5), pp. 727-749.

più elevato di informazioni quantitative sulle questioni di sostenibilità [14]. Gli sforzi delle imprese nel divulgare più informazioni di natura non finanziaria sembrano tuttavia essere radicati in tentativi di acquisire o mantenere la loro legittimità e conformità, in quanto le aziende desiderano evitare di incorrere in sanzioni legali associate alla non conformità [15]. Ciononostante, le informazioni sui rischi ESG si concentrano principalmente su eventi passati o presenti e sono caratterizzate da un tono positivo o neutro. Approfondimenti sugli impatti futuri e sulle implicazioni negative di tali rischi sono quindi meno prominenti nei bilanci aziendali; questo comportamento potrebbe derivare da tentativi dei manager di proteggersi da possibili ripercussioni reputazionali alimentate dalla divulgazione di informazioni su eventi con impatto negativo [16].

4.2.1.2. *I fattori determinanti della divulgazione dei rischi aziendali*

La letteratura accademica evidenzia diversi fattori che sembrano influenzare le pratiche di *disclosure* dei rischi da parte delle imprese. Tra le variabili di *governance*, la dimensione del Consiglio di amministrazione, l'indipendenza del consiglio, l'indipendenza del comitato di *audit*, le competenze del consiglio e le aziende a conduzione familiare sono state tutte individuate come fattori che influiscono positivamente sulla profondità della *disclosure* dei rischi [17]. Un

---

[14] Fiandrino, S., Gromis Di Trana, M., Tonelli, A., & Lucchese, A. (2022), "The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 274-300.

[15] Radwan, E.K.A., Ali, N.O.H., & Mohamend, M.K.A. (2023), "Do free-floated shares and board characteristics influence corporate risk disclosure? An empirical analysis on conventional banks in a developing country", in *Journal of Financial Reporting & Accounting*, ahead-of print; Traxler, A.A., Greiling, D., Freinbichler, M., & Mayerhofer, P. (2023), *op. cit.*; Arif, M., Gan, C., & Nadeem, M. (2022), *op. cit.*

[16] Leopizzi, R., Iazzi, A., Venturelli, A., & Principale, S. (2020), *op. cit.*; Saggar, R., & Singh, B. (2017), "Corporate governance and risk reporting: Indian evidence", in *Managerial Auditing Journal*, 32(4/5), pp. 378-405.

[17] Elmagrhi, M.H., & Ntim, C.G. (2023), "Non-financial reporting in non-profit organisations: the case of risk and governance disclosures in UK higher education institutions", in *Accounting Forum*, 47(2), pp. 1-26; Elsayed, N., & Hassanein, A. (2023), "Is voluntary risk disclosure informative? The role of UK firm-level governance", in *International Journal of Productivity and Performance Management*, 73(6), pp. 1826-1855; Gull, A.A., Abid, A., Hussainey, K., Ahsan, T., & Haque, A. (2022), "Corporate governance reforms and risk disclosure quality: evidence from an emerging economy", in *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(2), pp. 331-354; Mbithi, E., Moloi, T., & Wangombe, D. (2023), "An empirical examination of board-related and firm-specific drivers on risk disclosure by listed firms in Kenya: a mixed-methods approach", in *Corporate Governance*, 23(2), pp. 298-322; Jaggi, B., Allini, A., Ginesti, G., & Macchioni, R. (2021), "Determinants of corporate corruption disclosures: evidence based on EU listed firms", in *Meditari Accountancy Research*, 29(1), pp. 21-38; Alshirah, M.H., Rahman, A.A., & Mustapa, I.R. (2020), "Board of directors' characteristics and corporate risk disclosure:

numero maggiore di amministratori comporta un'attività di monitoraggio più rigorosa del comportamento dei manager, migliorando così la completezza della divulgazione riguardante i rischi, mentre amministratori indipendenti aiutano a mitigare i problemi di agenzia richiedendo ai dirigenti una visione più equilibrata dei rischi attraverso i bilanci aziendali [18].

Un'altra caratteristica della *governance* che condivide un'associazione positiva con la *disclosure* sui rischi è la diversità di genere nel Consiglio di amministrazione [19]. Le competenze di *leadership* e l'esperienza professionale degli amministratori di sesso femminile intensificano l'attività di monitoraggio esercitata dal consiglio, inducendo i manager a impegnarsi in una rendicontazione (dei rischi) più trasparente. Questo risultato deriva anche dall'orientamento tipicamente a lungo termine adottato dagli amministratori di sesso femminile alla creazione di valore, che le porta a prestare maggiore attenzione ai temi legati alla sostenibilità e ai rischi ad essa correlati [20]. D'altra parte, la dualità del CEO rappresenta un ostacolo alla *disclosure* sui rischi, a causa dell'interesse di questi ultimi al miglioramento della propria reputazione a scapito di un potenziale maggior volume di informazioni sui rischi [21].

I fattori a livello aziendale costituiscono un secondo insieme di variabili la cui relazione con la divulgazione sui rischi è stata ampiamente studiata in letteratura. Numerose evidenze empiriche mostrano che la dimensione aziendale è positivamente correlata alla divulgazione riguardante i rischi; questo implica

---

the moderating role of family ownership", in *EuroMed Journal of Business*, 15(2), pp. 219-252; Khandelwal, C., Kumar, S., Madhavan, V., & Pandey, N. (2020), "Do board characteristics impact corporate risk disclosures? The Indian experience", in *Journal of Business Research*, 121, pp. 103-111; Salem, I.H., Ayadi, S.D., & Hussainey, K. (2019), "Corporate governance and risk disclosure quality: Tunisian evidence", in *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 9(4), pp. 567-602.

[18] Elsayed, N., & Hassanein, A. (2023), *op. cit.*; Radwan, E.K.A., Ali, N.O.H., & Mohamend, M.K.A. (2023), *op. cit.*; Alshirah, M.H., Rahman, A.A., & Mustapa, I.R. (2020), *op. cit.*; Khandelwal, C., Kumar, S., Madhavan, V., & Pandey, N. (2020), *op. cit.*

[19] Elmagrhi, M.H., & Ntim, C.G. (2023), *op. cit.*; Gull, A.A., Abid, A., Hussainey, K., Ahsan, T., & Haque, A. (2022), *cit.*; Mbithi, E., Moloi, T., & Wangombe, D. (2023), *op. cit.*; Nasih, M., Wardani, D.A.K., Harymawan, I., Putra, F.K.G., & Sarea, A. (2024), "COVID-19 exposure: a risk-averse firms'response", in *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(5), pp. 1195-1220; Saggar, R., Arora, N., & Singh, B. (2022), "Gender diversity in corporate boardrooms and risk disclosure: Indian evidence", in *Gender in Management: An International Journal*, 37(2), pp. 182-201; Jaggi, B., Allini, A., Ginesti, G., & Macchioni, R. (2021), *op. cit.*; Salem, I.H., Ayadi, S.D., & Hussainey, K. (2019), *op. cit.*

[20] Saggar, R., Arora, N., & Singh, B. (2022), *op. cit.*; Jaggi, B., Allini, A., Ginesti, G., & Macchioni, R. (2021), *op. cit.*

[21] Gull, A.A., Abid, A., Hussainey, K., Ahsan, T., & Haque, A. (2022), *op. cit.*; Alshirah, M.H., Rahman, A.A., & Mustapa, I.R. (2020), *op. cit.*; Khandelwal, C., Kumar, S., Tripathi, V., & Madhavan, V. (2023), "Joint impact of corporate governance and risk disclosures on firm value: Evidence from emerging markets", in *Research in International Business and Finance*, 66, 102022.

che l'accesso a una maggiore quantità di risorse finanziarie comporta un miglioramento nella comunicazione delle informazioni (sui rischi) [22]. Le aziende con dimensioni maggiori tendono a voler evidenziare la loro superiore capacità di identificare i rischi nei loro bilanci e a ridurre i costi di agenzia attraverso l'abbattimento delle asimmetrie informative [23]. Altri fattori che condividono una relazione positiva con la divulgazione dei rischi includono la liquidità, la valorizzazione di mercato e attività di revisione esercitate da enti esterni [24]. Al contrario, è stata documentata una relazione inversa tra redditività e *disclosure* dei rischi; le aziende con scarse prestazioni potrebbero tentare di distogliere l'attenzione degli *stakeholder* dai loro risultati finanziari aumentando il volume di informazioni fornite riguardo ai rischi [25]. Le aziende potrebbero anche usare le informazioni sui rischi in modo strumentale per attribuire le loro scarse *performance* a fattori al di fuori del controllo del *management*.

Infine, la letteratura scientifica ha valutato l'impatto di diversi fattori culturali e di contesto sulle pratiche di divulgazione dei rischi. In primo luogo, le caratteristiche istituzionali (ossia fattori culturali e normativi) dei vari Paesi sono state identificate come indicatori della qualità della *disclosure* e contribuiscono a più elevati livelli di normatività laddove le influenze regolative sono

---

[22] Elsayed, N., & Hassanein, A. (2023), *cit.*; Mbithi, E., Moloi, T., & Wangombe, D. (2023), *op. cit.*; Marzouk, M. (2016), "Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market", in *Journal of Applied Accounting Research*, 17(4), pp. 378-396; Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2015), "What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US?", in *The British Accounting Review*, 47(4), pp. 376-394.

[23] Saggar, R., & Singh, B. (2017), *op. cit.*; Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012), "Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports", in *The Journal of Risk Finance*, 13(2), pp. 133-147.

[24] Albuquerque, F., Monteiro, E., & Albertina, M. (2023), "The explanatory factors of risk disclosure in the integrated reports of listed entities in Brazil", in *Risks*, 11(6), pp. 108-108; Grishunin, S., Naumova, E., Burova, E., Suloeva, S., & Nekrasova, T. (2022), "The impact of sustainability disclosures on value of companies following digital transformation strategies", in *International Journal of Technology*, 13(7), pp. 1432-1441; Albitar, K., Al-Shaer, H., & Elmarzouky, M. (2021), "Do assurance and assurance providers enhance COVID-related disclosures in CSR reports? An examination in the UK context", in *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), pp. 410-428; Paolone, F., Granà, F., Martiniello, L., & Tiscini, R. (2021), "Environmental risk indicators disclosure and value relevance: An empirical analysis of Italian listed companies after the implementation of the Legislative Decree 254/2016", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), pp. 1471-1482; Gonidakis, F.K., Koutoupis, A.G., Tsamis, A.D., & Agoraki, M.-E.K. (2020), "Risk disclosure in listed Greek companies: the effects of the financial crisis", in *Accounting Research Journal*, 33(4/5), pp. 615-633; Abdullah, M., Shukor, Z.A., Mohamed, Z.M., & Ahmad, A. (2015), "Risk management disclosure", in *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), pp. 400-432.

[25] Weber, V., & Müßig, A. (2022), "The Effect of Business Strategy on Risk Disclosure", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 190-225; Albitar, K., Al-Shaer, H., & Elmarzouky, M. (2021), *op. cit.*; Salem, I.H., Ayadi, S.D., & Hussainey, K. (2019), *op. cit.*

deboli. In particolare, la tendenza ad evitare l'incertezza condivide una correlazione positiva con quest'ultimo fattore [26]. In secondo luogo, le aziende nei paesi di *civil law* (caratterizzati da un'elevata tendenza ad evitare l'incertezza e un orientamento a lungo termine) comunicano più informazioni sui rischi rispetto a quelle nei paesi di *common law* su base obbligatoria al fine di promuovere la fiducia degli investitori riducendo le asimmetrie informative. In terzo luogo, è stato esaminato il ruolo delle connessioni politiche all'interno delle aziende e la letteratura indica che le aziende politicamente connesse divulgano meno informazioni sui rischi poiché vengono allocate meno risorse per il monitoraggio e la gestione della *disclosure* dei rischi [27]. Le crisi finanziarie e politiche e la loro relazione con la divulgazione dei rischi sono emerse come ulteriori fattori situazionali considerati in studi precedenti. A seguito di tali crisi, è stato osservato un aumento generale dell'estensione delle informazioni fornite riguardo ai rischi, con una maggiore attenzione prestata ai rischi non finanziari [28]. Questo cambiamento nei modelli di *disclosure* dei rischi è attribuibile agli sforzi dei manager di incrementare la fiducia degli investitori e ridurre l'elevata incertezza che caratterizza i periodi di crisi [29]. Tuttavia, a causa di tale incertezza, le aziende tendono a divulgare più informazioni sui rischi riferite al passato che orientate al futuro in un'ottica di conservatorismo. Infine, è stato osservato che le aziende di paesi con solidi sistemi democratici, quadri giuridici ben consolidati, meccanismi di *enforcement* efficaci e un alto grado di libertà di espressione, insieme a caratteristiche distintive nei regolamenti contabili, tendono a divulgare più informazioni relative ai rischi [30].

---

[26] Panfilo, S., & Krasodomska, J. (2022), "Climate Change Risk Disclosure in Europe: The Role of Cultural-Cognitive, Regulative, and Normative Factors", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 226-253; Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2015), *op. cit.*

[27] Alshirah, M.H., Alshira'h, A.F., & Lutfi, A. (2022), "Political connection, family ownership and corporate risk disclosure: Empirical evidence from Jordan", in *Meditari Accountancy Research*, 30(5), pp. 1241-1264.

[28] Lajili, K., Dobler, M., Zéghal, D., & Bryan, M.J. (2021), "Risk reporting in financial crises: a tale of two countries", in *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), pp. 181-216; Gonidakis, F.K., Koutoupis, A.G., Tsamis, A.D., & Agoraki, M.-E.K. (2020), *op. cit.*; Adelopo, I. (2017), "Non-Financial Risk Disclosure: The Case of the UK's Distressed Banks", in *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), pp. 23-42.

[29] Lajili, K., Dobler, M., Zéghal, D., & Bryan, M.J. (2021), *op. cit.*; Gonidakis, F.K., Koutoupis, A.G., Tsamis, A.D., & Agoraki, M.-E.K. (2020), *op. cit.*; Marzouk, M. (2016), *cit.*

[30] Serrasqueiro, R., & Oliveira, J. (2022), "Risk reporting: do country-level institutional forces really matter?", in *Asian Review of Accounting*, 30(2), pp. 258-293.

4.2.1.3. *Le sfide attuali e le linee di ricerca emergenti in tema di divulgazione dei rischi non finanziari*

Le due principali sfide in ambito di rendicontazione che attualmente incombono su regolatori e *standard setter* sono il riconoscimento degli *asset* digitali e gli effetti del cambiamento climatico [31]. Il cambiamento climatico è un tema di crescente interesse tra gli investitori a causa di preoccupazioni di entità sempre maggiore riguardo al riscaldamento globale; a questo proposito, i bilanci tradizionali non rappresentano più strumenti adeguati a soddisfare le esigenze informative in continua evoluzione di azionisti e investitori. Tuttavia, gli sforzi dei regolatori e degli *standard setter* sono ancora in fase embrionale, con il risultato che le aziende non riescono a contabilizzare gli *asset* e le passività derivanti dal cambiamento climatico nei loro bilanci. Ciò comporta l'assenza di un approccio condiviso alla *disclosure* sugli effetti del cambiamento climatico tra aziende. Un altro problema affrontato nella letteratura accademica e legato alla divulgazione ESG è la cosiddetta pratica di "*greenwashing*". Quest'ultima è ritenuta il risultato di strategie inerenti alla pratica di "*impression management*" [32] approfondita nel capitolo 2. Questa visione sostiene che i manager usano la divulgazione sui rischi in modo strumentale per distorcere le percezioni degli investitori e legittimare le attività aziendali nei confronti degli *stakeholder*, suggerendo che le preoccupazioni reputazionali rappresentino una potenziale forza trainante delle pratiche di divulgazione non finanziaria. La natura volontaria della *disclosure* ESG in diversi contesti istituzionali, che offre alle aziende una discrezionalità estesa nella scelta delle informazioni non finanziarie da divulgare, consente tale comportamento.

Due studi che trattano le implicazioni delle nuove tecnologie per la divulgazione non finanziaria offrono spunti particolarmente interessanti. Il primo riguarda l'integrazione delle tecnologie dell'Industria 5.0 (I5.0) nelle pratiche di *reporting* delle aziende per migliorare la *disclosure* ESG [33]. L'I5.0 è un termine ombrello che copre tutte le forme avanzate di tecnologia, come l'intelligenza artificiale, che possono assistere gli esseri umani nelle loro attività quotidiane. Nel campo della reportistica aziendale, il principale beneficio per le imprese derivante dall'I5.0 è il cosiddetto "paradosso personalizzazione-standardizzazione". Grazie alla struttura a livelli dell'I5.0, le aziende possono raggiungere livelli più elevati di personalizzazione o standardizzazione delle informazioni

[31] Barth, M.E. (2022), *op. cit.*

[32] De Silva Lokuwaduge, C.S., & De Silva, K.M. (2022), *op. cit.*

[33] Asif, M., Searcy, C., & Castka, P. (2023), "ESG and Industry 5.0: The role of technologies in enhancing ESG disclosure", in *Technological Forecasting and Social Change*, 195, 122806.

divulgate in base alle richieste degli *stakeholder* e ai requisiti normativi, essendo quindi in grado di adattare rapidamente e in modo flessibile la profondità delle informazioni fornite. Tuttavia, le tecnologie I5.0 comportano una serie di sfide per le aziende, come l'impatto ambientale dell'I5.0 dovuto all'infrastruttura ad alta intensità energetica e i *trade-off* tra i costi iniziali di sviluppo elevati e i ritorni futuri derivanti da un potenziale miglioramento nella creazione di valore e nei processi di divulgazione, come approfondito nel capitolo 3. In secondo luogo, la letteratura precedente ha approfondito l'uso dei dati satellitari per migliorare e standardizzare le informazioni relative al cambiamento climatico [34]. I vantaggi dell'uso dei dati satellitari relativi ai gas serra includono la loro costante reperibilità, la possibilità di aggiornarli in tempo reale e il fatto che rappresentano uno standard scientifico oggettivo che i regolatori possono utilizzare per sviluppare nuovi requisiti di *reporting*.

4.3. Il governo e la gestione dei rischi ESG

I rischi ESG rappresentano quei rischi riconducibili a tematiche ambientali, sociali e di *governance*. Essi possono essere letti da due prospettive di analisi complementari ma al tempo stesso ben distinte.

I rischi ESG secondo una prospettiva finanziaria sono quelli che possono avere un impatto (negativo o positivo) sulla *performance* economico-finanziaria dell'azienda e che sono di conseguenza rilevanti in prima battuta per gli investitori. Questa prospettiva di analisi è tipicamente assunta da alcuni standard di rendicontazione in materia ESG (ad esempio, gli *IFRS Sustainability Disclosure Standard*) e da alcuni *framework* di gestione dei rischi ESG (ad esempio, il COSO *Framework* [35]).

I rischi ESG identificati secondo una prospettiva d'impatto sono quelli relativi agli impatti dell'organizzazione – e della sua catena del valore – sull'ambiente e sulla società. Questa prospettiva è assunta da standard di rendicontazione quali i *Global Reporting Initiative* (GRI).

Come noto, *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) hanno una posizione intermedia, nel senso che, adottando il criterio della doppia materialità, rendicontano sia i rischi ESG in prospettiva finanziaria (denominati

[34] El-Jourbagy, J., & Gura, P.P. (2022), "In Space, No One Can Hear You're Green: Standardization of Environmental Reporting, the SEC's Proposed Climate Change Disclosure Rules, and Remote Sensing Technology", in *American Business Law Journal*, 59(4), pp. 773-820.

[35] COSO (2018), *Enterprise Risk Management – Applying Enterprise Risk Management to Environmental, Social and Governance-Related Risks.*

"rischi" ed "opportunità") sia i rischi ESG in una prospettiva d'impatto (denominati "impatti").

La riflessione circa l'esistenza di legami di causalità fra i rischi ESG nelle due prospettive richiama una delle domande fondamentali esplorate in letteratura – e per certi versi ancora senza una definitiva risposta – ovvero quella riguardante l'esistenza di un legame di causalità fra dimensione d'impatto e la dimensione finanziaria. Da un lato, *standard setter* quali la *IFRS Foundation* ipotizzano che tutti i rischi ESG in prospettiva d'impatto, quando sufficientemente rilevanti, sono materiali anche per gli investitori – in questo senso, quindi, l'analisi in una prospettiva finanziaria è ritenuta sufficiente. Dall'altro, gli ESRS si focalizzano sulla dimensione dell'impatto, pur in assenza di rilevanza per gli investitori. Chiaramente, la diversità di approccio riflette anche la missione e gli obiettivi ultimi dello *standard setter* stesso, che sono evidentemente più ampi per l'EFRAG rispetto alla IFRS Foundation.

4.3.1. *Identificazione dei rischi ESG*

Il processo di identificazione dei rischi ESG, in una prospettiva sia d'impatto sia finanziaria, richiede di condurre un'analisi preliminare, che consenta di chiarire gli obiettivi aziendali, la strategia e le caratteristiche del contesto nel quale essa opera.

Il COSO *framework* sottolinea con forza il legame fra i concetti di rischio ESG, strategia e obiettivi aziendali: "*quando si identificano i rischi, è importante andare oltre una semplice 'elencazione' degli stessi; piuttosto, i rischi dovrebbero essere formulati con precisione in termini di impatto sulla strategia e sugli obiettivi aziendali, comprendendo anche la natura e la causa principale del rischio*" [36]. Il rischiamo dell'autorevole *framework* appare finalizzato – oltre che a consentire un'analisi tecnicamente corretta – anche a sottolineare l'approccio "finanziario" discusso in precedenza, rimarcando il concetto che i rischi ESG trovano la ragione della propria rilevanza proprio nello stretto legame esistente con la strategia aziendale e gli obiettivi aziendali.

In una prospettiva di impatto, l'analisi preliminare deve inoltre riguardare anche la mappatura delle attività aziendali (in termini di prodotti e servizi offerti e di aree geografiche) e delle relazioni con gli altri attori della catena del valore. Deve inoltre avere ad oggetto le attività di *stakeholder engagement*, al fine di incorporare le prospettive esterne e garantire un inventario completo dei rischi. Il coinvolgimento degli *stakeholder* è fondamentale, poiché informa la valutazione identificando preoccupazioni, fornendo prove sugli impatti e corroborando l'im-

[36] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 44.

portanza delle questioni di sostenibilità. Gli *stakeholder* includono sia gli *stakeholder* direttamente colpiti (*affected stakeholders*, coloro che sono impattati dall'organizzazione) sia i destinatari delle dichiarazioni di sostenibilità (come investitori, creditori, gestori di *asset*, partner commerciali, enti governativi, ecc.) [37].

Il fatto che il processo di *stakeholder engagement* sia collegato (funzionale) al processo di *risk management* è ampiamente riconosciuto nella letteratura: diversi studi, infatti, hanno letto il processo di *stakeholder engagement* proprio come finalizzato alla gestione dei rischi sociali o ambientali [38].

In una prospettiva finanziaria, il COSO *Framework*, pur non sottolineando il ruolo degli *stakeholder*, suggerisce, al fine di comprendere in senso lato il contesto di business nel quale l'azienda si muove, di ragionare circa: il contesto esterno, il *business model* (che include *input*, *business activities*, *output* e *outcome*) e la strategia / allocazione delle risorse [39].

Venendo alla vera e propria fase di identificazione dei rischi, le metodologie più comunemente utilizzate sono: analisi dei *megatrend* (Esamina le tendenze globali a lungo termine che influenzano i rischi ESG – ad esempio, il cambiamento climatico, i cambiamenti demografici); SWOT (valuta i rischi ESG come minacce esterne o debolezze interne); *impact and dependency mapping* (identifica le dipendenze e le interconnessioni dal capitale naturale e sociale che potrebbero creare vulnerabilità).

Solitamente, l'implementazione di queste metodologie richiede la conduzione di interviste semi-strutturate, ovvero una tecnica di raccolta dati utilizzata principalmente in ambito qualitativo, caratterizzata da una combinazione di domande predefinite e la possibilità di esplorare temi emergenti durante il colloquio.

Al fine di applicare correttamente il metodo delle interviste semi-strutturate, può essere utile l'indicazione degli ESRS, che suggeriscono di utilizzare come supporto in questa prima fase del processo la lista di temi, sottotemi e sotto-sottotemi rilevanti identificati dall'ESRS 1 par. AR16. Tale lista completa

---

[37] EFRAG (2024*), Implementation Guidance IG1 – Materiality Assessment*, p. 26.

[38] Si veda, a questo proposito, Cundy, A.B., Bardos, R.P., Church, A., Puschenreiter, M., Friesl-Hanl, W., Müller, I., Neu, S., Mench, M., Witters, N., & Vangronsveld, J. (2013), "Developing principles of sustainability and stakeholder engagement for "gentle" remediation approaches: The European context", in *Journal of Environmental Management*, 129, 283-291; Geaves, L.H., & Penning-Rowsell, E.C. (2016), "Flood risk management as a public or a private good, and the implications for stakeholder engagement", in *Environmental Science & Policy*, 55, 281-291; Thaler, T., & Levin-Keitel, M. (2016), "Multi-level stakeholder engagement in flood risk management – A question of roles and power: Lessons from England", in *Environmental Science & Policy,* 55, 292-301.

[39] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 27.

(anche se comunque integrabile da parte delle aziende, alla luce della loro specifica realtà e condizione) è utile per guidare la discussione e le domande nell'ambito delle interviste semi-strutturate e per evitare di perdere di vista alcune tematiche rilevanti.

Il processo di identificazione dei rischi dovrebbe condurre ad un inventario dei rischi. Già in questa prima fase di identificazione appare evidente la necessità di collaborazione tra le figure professionali orientate al *risk management* e le figure professionali esperte di tematiche ESG. Va in proposito rappresentato che i rischi legati alla sostenibilità possono essere inclusi come una categoria separata, ma spesso sono raggruppati in altre categorie. Ciò avviene perché i rischi ESG rappresentano spesso una fonte aggiuntiva di rischio che amplifica la probabilità o la gravità dei rischi esistenti (ad esempio, i cambiamenti climatici influenzano il prezzo delle materie prime). Definire il rischio e analizzarne la causa principale sono passaggi cruciali per garantire una comprensione chiara del suo impatto sulla strategia e sui risultati aziendali [40].

La rilevanza della necessità di integrazione fra competenze ESG e di *risk management* è oggetto di discussione anche nell'ambito della letteratura. Sebbene gli studi mostrino che molte aziende continuano ad applicare efficacemente le strutture tradizionali di ERM per la gestione degli aspetti ESG [41], altri studi suggeriscono che l'ERM possa considerare i rischi ESG meno significativi rispetto ai rischi strategici, operativi o finanziari [42], e di conseguenza minimizzare l'importanza dei rischi ESG stessi. Inoltre, il concetto di rischio può variare tra le funzioni organizzative [43]. Nel contesto dell'ERM e della sostenibilità, un manager che si occupa di rischi quantificabili (come il rischio valutario) adotta una concezione del rischio diversa rispetto a chi gestisce la *supply chain* o i rischi ambientali, dove il rischio è spesso non quantificabile e prevalentemente negativo. In questo contesto, l'integrazione dell'ERM diventa fondamentale per affrontare in modo efficace i rischi ESG [44].

---

[40] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 46.

[41] de Villiers, C., Jia, J., & Li, Z. (2022), Are boards'risk management committees associated with firms'environmental performance?.*The British Accounting Review*, 54(1), 101066.

[42] Chairani, C., & Siregar, S.V. (2021), "The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance", in *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 647-670.

[43] Bromiley, P., McShane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2015), "Enterprise risk management: Review, critique, and research directions", *Long Range Planning,* 8(4), 265-276.

[44] Valinejad, F., & Rahmani, D. (2018), "Sustainability risk management in the supply chain of telecommunication companies: A case study", *Journal of Cleaner Production*, 203, 53-67.

4.3.2. *Prioritizzazione dei rischi ESG*

Le tecniche di prioritizzazione dei rischi ESG sono necessariamente diverse a seconda che si adotti una prospettiva finanziaria oppure d'impatto.

In una prospettiva finanziaria, si utilizzano le due dimensioni della probabilità e dell'impatto del rischio.

Pur essendo tali dimensioni di analisi ben note nella prassi e nella letteratura, il processo di prioritizzazione dei rischi ESG in ottica finanziaria non è comunque scevro da sfide insidiose. Infatti, le implicazioni finanziarie o aziendali di un rischio ESG potrebbero non influenzare immediatamente i flussi di cassa o la valutazione di mercato. Al contrario, le conseguenze finanziarie dei rischi ESG potrebbero manifestarsi nel lungo periodo. Queste sfide sono spesso aggravate da (1) una conoscenza limitata dei rischi ESG, (2) una tendenza a concentrarsi sui rischi a breve termine senza prestare sufficiente attenzione ai rischi che potrebbero manifestarsi nel lungo periodo, o (3) la difficoltà nel quantificare i rischi ESG. Inoltre, il rischio potrebbe non essere prioritizzato adeguatamente a causa di valutazioni soggettive e di pregiudizi, consapevoli o inconsci, nei confronti di rischi conosciuti o meglio compresi [45].

Alcuni problemi ESG non hanno un impatto facilmente misurabile sul valore di mercato o sul prezzo di prodotti, materiali o flussi di cassa, il che complica ulteriormente la valutazione finanziaria delle loro conseguenze. Questo può essere affrontato includendo una misura non finanziaria direttamente nei criteri di prioritizzazione. Ad esempio, alcune organizzazioni danno priorità ai rischi che portano a incidenti significativi sulla sicurezza, considerandoli "alti", indipendentemente dal fatto che l'impatto finanziario possa essere quantificato. Le organizzazioni possono anche sfruttare strumenti specifici (ad esempio, il *Natural Capital Protocol*, il *Social & Human Capital Protocol*) che aiutano a identificare, misurare e valutare il loro impatto e le loro dipendenze dal capitale naturale, sociale e umano [46].

In una prospettiva d'impatto, le due dimensioni di probabilità e delle conseguenze dell'evento, così come tradizionalmente concepite in ambito di *risk management*, non sono sufficienti al fine di catturare e classificare correttamente i rischi ESG.

Gli standard del *Global Reporting Initiative*, ripresi dagli ESRS, identificano le seguenti dimensioni di analisi. La probabilità rimane una delle dimensioni rilevanti nell'analisi, anche se va ricordato che generalmente, si considerano non solo gli impatti (positivi o negativi) potenziali, ma anche quelli già in essere.

---

[45] *Ibid.,* p. 47.

[46] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 73.

Più complesso il ragionamento relativo alla severità dell'impatto. Gli standard sopra citati introducono tre dimensioni di analisi che devono essere contestualmente analizzate al fine di catturare questa dimensione [47]:

- *scala:* la gravità dell'impatto (ad esempio, l'entità della violazione dell'accesso ai bisogni essenziali della vita o alle libertà, come l'istruzione, il sostentamento, ecc.);
- *portata:* quanto è diffuso l'impatto (ad esempio, il numero di individui colpiti o l'entità del danno ambientale);
- *carattere irrimediabile*: la misura in cui l'impatto può essere sanato (ad esempio, attraverso risarcimenti o restituzioni, se le persone colpite possono essere ristabilite nell'esercizio del diritto in questione, ecc.). La questione fondamentale è se esistano limiti alla possibilità di ripristinare l'ambiente o le persone colpite a una situazione almeno uguale o equivalente a quella precedente all'impatto negativo.

Un ulteriore aspetto di differenziazione nell'analisi dei rischi ESG secondo le due prospettive risiede nell'identificazione della soglia di rilevanza, ovvero della combinazione fra probabilità e impatto che indica che un determinato rischio richiede azioni di mitigazione.

Il *framework* COSO ERM [48] definisce l'appetito al rischio come i tipi e la quantità di rischio, a livello generale, che un'organizzazione è disposta ad accettare o rifiutare nella ricerca del valore. Tale concetto, che è centrale nella decisione circa la soglia di accettabilità dei rischi, si caratterizza per maturare a livello aziendale. L'appetito al rischio, infatti, pur considerando le variabili dell'ambiente esterno e competitivo, viene definito sulla base degli obiettivi, dei valori, della strategia della singola azienda che sta compiendo l'analisi.

Tale caratteristica dell'appetito al rischio è perfettamente coerente con la prospettiva finanziaria, anch'essa concentrata sulla singola azienda e sulla sua *performance*. Tuttavia, quando si deve utilizzare il concetto per la definizione della significatività dei rischi ESG in prospettiva di impatto, si nota che il livello di analisi non è più quello aziendale ma quello dell'ecosistema naturale o sociale rilevante. Pare quindi verificarsi uno iato fra il livello al quale si matura la decisione circa l'appetito al rischio (aziendale) e il livello che subisce le conseguenze di tale decisione (ambientale e sociale).

Tale problematica circa la definizione del *risk appetite* e delle soglie per la rendicontazione dei rischi ESG richiama quel filone di letteratura che, in ambito

[47] EFRAG (2024), *Implementation Guidance IG1*, cit., p. 28.

[48] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 34.

di *critical accounting*, si interroga su quali siano effettivamente i confini dell'impresa e quindi del sistema di *corporate reporting* [49].

4.3.3. *ESG* risk governance

La *ESG risk governance* riguarda le modalità attraverso le quali i diritti decisionali e le responsabilità relativi ai rischi ESG sono distribuiti all'interno dell'organizzazione. Secondo alcuni autori [50], la *risk governance* consiste nel governo del sistema di *risk management* e si sostanzia nella definizione di tale sistema, nell'attribuzione delle responsabilità, nella delineazione delle procedure e regole del processo decisionale nell'ambito del *risk management* e nella diffusione di una cultura del rischio all'interno dell'impresa.

Come evidenziato nel paragrafo precedente (4.2.1.2), l'analisi della letteratura accademica e delle best practice consente di identificare alcune principali caratteristiche della ESG *risk governance*.

A livello di vertice aziendale, un'adeguata ESG *risk governance* è caratterizzata da un ruolo fondamentale dell'organo amministrativo. Come ricordato anche dal COSO report [51], il CdA svolge un ruolo cruciale nel supportare la gestione della strategia organizzativa e degli obiettivi aziendali, nonché nel supervisionare i rischi ESG e nell'assicurarsi che siano in atto appropriati controlli per la gestione dei rischi. In altre parole, il ruolo principale del CdA è garantire l'allineamento degli obiettivi strategici e dei rischi che l'azienda ha deciso di assumersi con l'appetito per il rischio [52]. Pur non essendo il CdA coinvolto nella gestione quotidiana dei rischi, è fondamentale che la sua supervisione comprenda un coinvolgimento attivo nel monitoraggio dei principali fattori di rischio aziendale, anche attraverso l'uso appropriato dei comitati [53], quali gli audit, risk e/o ESG *committee*.

Il fatto che l'organo amministrativo debba avere un ruolo centrale nel processo di gestione dei rischi si può chiaramente percepire anche dall'analisi degli

---

[49] Si veda, fra gli altri, Mio, C., & Fasan, M. (2024), "The SDGs, firms'boundaries, and the role of accounting: Mindful ecosystems as the new value-generating entity", in *The Routledge Handbook of Accounting for the Sustainable Development Goals*, Routledge, pp. 527-536.

[50] Lundqvist, S.A. (2015), "Why firms implement risk governance–Stepping beyond traditional risk management to enterprise risk management", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), pp. 441-466.

[51] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 17.

[52] Alviniussen, A., & Jankensgard, H. (2009), "Enterprise risk budgeting: bringing risk management into the financial planning process", in *Journal of Applied Finance*, 19(1&2).

[53] Gutterman, A.S. (2023), "Board Oversight of Sustainability: A Practical Guide for Directors and Advisors, in *Available at SSRN 4525610*, p. 200.

ESRS. In particolare, l'ESRS 2 GOV 1 richiede una dettagliata rendicontazione circa le modalità attraverso le quali l'organo amministrativo (e la dirigenza) gestiscono i rischi ESG. Richiede inoltre informazioni circa le competenze dell'organo amministrativo in punto di sostenibilità, chiaramente sul presupposto che un organo amministrativo competente sarà in grado di gestire in maniera adeguata i rischi ESG.

Di conseguenza, da un lato le problematiche ESG dovrebbero essere integrate nelle discussioni del consiglio riguardo alla strategia e alla gestione dei rischi; dall'altro, il consiglio dovrebbe essere regolarmente aggiornato sui rischi ESG e sugli approcci utilizzati per gestirli. Proprio in questa seconda attività si deve realizzare il collegamento fra governo e gestione dei rischi ESG.

Il ruolo fondamentale dell'organo amministrativo quale determinante del sistema di *risk management* emerge chiaramente anche dall'analisi di studi precedenti, che hanno affrontato il tema sottolineando gli ostacoli all'implementazione del sistema di *risk management* [54], ruolo degli amministratori indipendenti [55] e ruolo degli *executive* [56].

Esiste un legame strettissimo fra *governance* e gestione dei rischi, tanto che è possibile affermare che un sistema di *governance* è adeguato se consente una corretta gestione dei rischi di qualunque tipo – anche ESG. Alla luce di questo, potrebbe essere interessante investigare se il grado di sviluppo della ESG *risk governance* dipende dalle caratteristiche degli investitori aziendali. Vi è un importante filone di studi che analizza gli effetti della presenza di investitori sensibili alle tematiche ESG (*Socially Responsible Investor*) su diverse variabili, quali ad esempio la ESG *performance* [57] o l'attivismo relativo a tematiche ESG [58]. Potrebbe essere altrettanto rilevante soffermarsi sulla ESG *risk governance*, al fine di comprendere se essa è influenzata, oltre che dalle caratteristiche dell'organo amministrativo, anche dalle caratteristiche e dalle preferenze degli azionisti.

---

[54] Kleffner, A.E., Lee, R.B., & McGannon, B. (2003), "The effect of corporate governance on the use of enterprise risk management: Evidence from Canada", in *Risk Management and insurance review*, 6(1), pp. 53-73.

[55] Callahan, C., & Soileau, J. (2017), "Does enterprise risk management enhance operating performance?", in *Advances in Accounting*, 37, pp. 122-139.

[56] Beasley, M., Pagach, D., & Warr, R. (2008), "Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes", in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), pp. 311-332.

[57] Si veda, fra gli altri, Azmat, F., Jain, A., & Michaux, F. (2022), "Strengthening impact integrity in investment decision-making for sustainable development", in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(1), pp. 55-87; Berry, T.C., & Junkus, J.C. (2013), "Socially responsible investing: An investor perspective", in *Journal of Business Ethics*, 112, pp. 707-720.

[58] Heath, D., Macciocchi, D., Michaely, R.C., & Ringgenberg, M. (2023), Does socially responsible investing change firm behavior? *Review of Finance*, 27(6), 2057-2083.

Una adeguata ESG *risk governance* non si limita al CdA ma necessita che le decisioni dell'organo di governo siano poi messe in pratica nell'ambito dell'attività *day to day*. Senza pretesa di esaustività, si può sostenere che saranno quindi fondamentali, fra gli altri, i sistemi informativi e di *reporting* [59], i sistemi incentivanti [60] e la cultura aziendale.

In questa prospettiva, il CdA stabilisce il "tono dall'alto", che tuttavia richiede al CEO e ai senior manager di dare priorità alla gestione dei rischi ESG, garantire l'esecuzione corretta delle politiche e procedure di gestione dei rischi ESG e promuovere una cultura aziendale e un ambiente organizzativo che siano allineati con la strategia dell'azienda.

Integrare l'ESG nei valori aziendali è necessario per ottenere un approccio proattivo alla gestione del rischio. Questo orientamento parte dal rafforzamento dell'impegno verso l'ESG ai vertici dell'organizzazione, con l'impegno personale del CEO e la sua capacità di ispirare gli altri all'interno dell'azienda.

I membri del consiglio devono promuovere la creazione di sistemi che forniscano le informazioni necessarie per comprendere e valutare i rischi ESG dell'azienda, garantendo allo stesso tempo meccanismi di comunicazione chiari e percorsi di escalation che assicurino che i rischi ESG rilevanti vengano tempestivamente portati all'attenzione del consiglio. Oltre a stabilire canali di comunicazione chiari, i meccanismi per aumentare la consapevolezza del consiglio sui rischi ESG possono includere la creazione di un comitato dedicato all'interno del consiglio che si concentri sui rischi ESG e/o l'assegnazione di un direttore con esperienza e comprovata competenza in materia di ESG al consiglio o a un comitato (ad esempio, il comitato di *audit* o il comitato ESG).

Il ruolo della cultura aziendale viene esplicitamente trattato anche dagli ESRS (G1), che richiedono – fra gli altri aspetti – di fornire informazioni sulle iniziative formative finalizzate alla costruzione di una cultura aziendale in ottica ESG.

In una prospettiva organizzativa, va rilevato che, sebbene i rischi ESG possano essere gestiti da una funzione separata, come il dipartimento ESG o sostenibilità, è fondamentale integrarli nelle strutture e nei processi dell'ERM. Gli aspetti chiave includono la supervisione del processo ERM, il collegamento tra i rischi ESG e i processi ERM, il miglioramento continuo dei processi, l'attenzione agli interessi degli *stakeholder*, l'integrazione dell'ERM nei processi aziendali, il monitoraggio dei concorrenti e lo sviluppo delle competenze manageriali in materia di ERM e rischi ESG.

---

[59] Si veda COSO (2023), *Achieving Effective Internal Control Over Sustainability Reporting*.

[60] Il consiglio ha il potere di garantire che vengano dedicati adeguati attenzione e risorse alla questione ESG attraverso il suo ruolo nel definire la compensazione e altri benefici per il CEO e gli altri dirigenti, nonché nel rivedere le loro *performance*. Si veda Gutterman, A.S. (2023), *op. cit*.

Proprio in quest'ottica, un *trend* emergente tra le grandi aziende è la fusione delle funzioni ERM e ESG per garantire una gestione più coordinata [61]. Questa integrazione offre una visione più completa dei rischi e del loro impatto sulle priorità strategiche.

4.4. La comunicazione e la tassonomia dei rischi ESG nella rendicontazione di sostenibilità: un'analisi comparata dei diversi standard

In virtù della funzione che rivestono nella società e nell'economia, le aziende hanno un ruolo sempre più rilevante nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità e sono chiamate a identificare, misurare, controllare, gestire e comunicare l'impatto delle attività economiche e produttive anche sul piano ambientale, sociale ed etico. Come evidenziato nel paragrafo precedente, la *risk governance* è intesa come l'insieme di azioni, processi e consuetudini, tramite le quali l'azienda procede all'identificazione, valutazione, gestione e comunicazione dei rischi. È oggi fondamentale per le organizzazioni integrare considerazioni ambientali, sociali e di *governance* nella gestione del rischio. Queste sono oggetto di valutazione, rendicontazione e comunicazione secondo standard differenti. In particolare, in questo scritto andremo ad introdurre e faremo riferimento a GRI (già richiamato nel paragrafo precedente), *International Financial Reporting Standards*, *Sustainability Accounting Standards Board*, *Task Force on Climate-related Financial Disclosures, European Sustainability Reporting Standards*.

L'approccio volontario inizialmente abbracciato dall'Unione Europea è stato supportato da linee guida e organismi internazionali. Tra questi, *il Global Reporting Initiative* (GRI) rappresenta un'organizzazione internazionale indipendente fondata nel 1997 con l'obiettivo di aiutare imprese e organizzazioni ad assumersi la responsabilità dei loro impatti, offrendo un linguaggio globale condiviso per comunicarli. Il GRI collabora con un'ampia rete di attori, tra cui aziende, investitori, decisori politici, società civile e sindacati, con lo scopo principale di sviluppare e promuovere l'adozione degli standard GRI per la rendicontazione di sostenibilità a livello globale. Come accennato nel paragrafo 1.2.3, gli standard GRI sono attualmente i principi più utilizzati per la rendicontazione di sostenibilità e sono applicati da oltre 10.000 organizzazioni in più di 100 Paesi. L'ampia diffusione e applicazione degli standard GRI sono dovute a vari fattori, tra cui il loro approccio inclusivo, che coinvolge una vasta gamma di *stakeholder*, come dipendenti, comunità, investitori e

[61] COSO (2018), *Enterprise Risk Management*, cit., p. 21.

professionisti [62]. A differenza di altri standard, come quelli riconducibili a SASB, TCFD e ISSB richiamati nel prosieguo del paragrafo, che si rivolgono principalmente agli investitori, il GRI fornisce linee guida pensate per rispondere alle esigenze di una platea più ampia di soggetti, ponendo particolare attenzione agli impatti ambientali, sociali e di *governance*. Tali impatti vengono definiti come: "*gli effetti che un'organizzazione ha o potrebbe avere a livello economico, ambientale e sociale, inclusi quelli sui diritti umani come conseguenza delle sue attività o dei suoi rapporti di business*" [63]. Pertanto, il principio della materialità emerge come pilastro centrale per l'identificazione dei rischi ESG. Come richiamato in precedenza, gli standard GRI adottano un approccio *inside-out*, definito anche come materialità d'impatto, e forniscono le linee guida per la determinazione dei temi materiali. Questo risulta fondamentale per la comunicazione e rendicontazione dei rischi. In primo luogo, è importante sottolineare che la significatività di un impatto dipende dalle attività svolte dall'organizzazione ed è influenzata dai settori in cui opera e dai rapporti di *business*. Per la valutazione della significatività degli impatti negativi, l'organizzazione deve considerare due fattori principali: la gravità e la probabilità, la cui combinazione dà origine al rischio. La gravità di un impatto negativo dipende da tre fattori: la scala che indica quanto è grave l'impatto, l'ambito da cui si evince quanto è diffuso l'impatto e le caratteristiche di irrimediabilità che risultano segnaletiche di quanto sia difficile rimediare al danno. Queste tre caratteristiche, seppur distinte, sono strettamente interconnesse: maggiore sono la scala e/o l'ambito, minore sarà la possibilità di rimediare al danno. Il secondo fattore considerato (la probabilità) si riferisce al grado di possibilità di accadimento dell'impatto e può essere determinato qualitativamente o quantitativamente, ricorrendo anche all'ausilio di strumenti quali modelli di rischio, dati storici, consultazione di esperti e altre fonti di informazione. Le stesse considerazioni valgono anche per la valutazione degli impatti positivi che, a differenza di quelli negativi, chiedono di considerare e misurare i benefici e i vantaggi che tali impatti possono generare. Una volta identificati e raggruppati, l'organizzazione procede a classificare gli impatti in base alla significatività e identifica quelli con massima priorità. In questa fase può essere fondamentale determinare una soglia, la quale deve essere specificata nella rendicontazione. Essa può aiutare le organizzazioni a determinare quali impatti siano prioritari. Successivamente, l'organizzazione deve confrontare gli impatti scelti con quelli contenuti negli standard di settore GRI, per verificare che non siano stati tralasciati aspetti

---

[62] Mio, C., Agostini, M., & Scarpa, F. (2024), *Sustainability Reporting: Conception, International Approaches and Double Materiality in Action*, Springer Nature.

[63] Global Reporting Initiative (2023), "Standard GRI 1: Principi di rendicontazione 2021", p. 8.

rilevanti. Il processo si conclude con la validazione dell'elenco da parte di esperti. L'approvazione dei temi materiali è di spettanza del massimo organo di governo, se esistente, altrimenti del *senior manager*. Volendo presentare un esempio, le organizzazioni che operano nel settore carboniero fanno riferimento allo standard di settore GRI 12. Tra i temi materiali che possono concernere questo settore sono presenti l'acqua e gli scarichi idrici. L'accesso all'acqua dolce viene riconosciuto come un diritto umano ed è essenziale per la vita umana e per il benessere. Le attività svolte dalle organizzazioni appartenenti a questo settore possono ridurre la quantità di acqua disponibile per le comunità locali e possono impattare anche sulla qualità dell'acqua scaricata. Nel caso in cui questo tema venga considerato materiale, l'organizzazione rendiconta quanto previsto dagli standard specifici GRI. Nel caso contrario, l'organizzazione specificherà il motivo per cui esso non viene considerato materiale. Pertanto, come si evince anche dall'esempio, la significatività di un impatto è l'unico criterio per determinare se un tema sia rilevante o meno; non possono essere utilizzati altri criteri quali la difficoltà di rendicontazione di un tema o il fatto di non riuscire a gestirlo.

Una volta comprovata la significatività, si procede con la misurazione e la valutazione degli impatti economico-finanziari che determinati eventi, rischi, opportunità o cambiamenti possono avere sulle finanze di un'organizzazione. Gli standard GRI rappresentano un punto di riferimento per la rendicontazione degli impatti economici, sociali e ambientali. In particolare, la Serie 200 degli standard GRI si concentra sull'analisi degli aspetti economico-finanziari offrendo un quadro strutturato per comprendere il contributo delle organizzazioni all'economia e alla promozione di uno sviluppo sostenibile. Tra questi lo standard 201 e lo standard 203 sono centrali per comprendere e quantificare gli impatti economici diretti ed indiretti. Il primo (lo standard 201) esamina il valore economico generato, cui viene sottratto il valore economico distribuito, che include i costi operativi, i salari e benefit dei dipendenti, la remunerazione riconosciuta ai portatori di capitale. In aggiunta al valore economico diretto, vanno considerati anche gli impatti economici indiretti generati dall'organizzazione, quali quelli derivanti dagli investimenti in infrastrutture e dai servizi supportati dall'organizzazione. Per ciascun investimento significativo, l'organizzazione provvede a rendicontarne la portata (le dimensioni), il costo e la durata, evidenziando la misura in cui le varie comunità ed economie locali risultano influenzate (positivamente o negativamente) da tali investimenti. Questi possono includere collegamenti e trasporti, servizi di utenza e altri impianti (anche a valenza sociale) a vantaggio della comunità. Riprendendo l'esempio dello standard di settore GRI 12, relativo al settore carboniero, i temi materiali riguardano *in primis* l'adattamento climatico, la resilienza e la transizione, volendo cogliere

come un'organizzazione si adegua ai rischi (attuali e prospettici) legati al cambiamento climatico e come essa contribuisce alla capacità della società (e dell'economia) di resistere agli impatti del cambiamento climatico [64]. La letteratura (secondo quanto richiamato nel paragrafo 4.2.1.3) evidenzia che il cambiamento climatico rappresenta un tema di crescente rilevanza per tutta la comunità, in considerazione delle sempre maggiori preoccupazioni legate al riscaldamento globale. In questo contesto, i bilanci tradizionali si rivelano strumenti ormai inadeguati a soddisfare le esigenze informative, in continua evoluzione, di azionisti e investitori. Si richiede di rendicontare aspetti peculiari quali il potenziale emissivo per le riserve comprovate e probabili, la percentuale di spesa in conto capitale allocata negli investimenti, la massa netta di CO_2 calcolata in tonnellate metriche e le dismissioni pianificate.

Il tema climatico è centrale anche negli *International Financial Reporting Standards* denominati IFRS S1 e IFRS S2: questi si concentrano sull'identificazione dei rischi e delle opportunità correlati alla sostenibilità e al clima che possono influenzare gli aspetti finanziari delle organizzazioni, come la posizione finanziaria, i flussi di cassa e l'accesso ai finanziamenti. Si focalizzano quindi sulla materialità finanziaria e non sulla materialità d'impatto, che invece caratterizza gli standard GRI. Gli standard IFRS S1 e IFRS S2, con riferimento ai rischi e alle opportunità legati al clima, al contrario degli standard GRI, adottano un approccio *outside-in*: si considerano come rilevanti le tematiche che possono avere un impatto sulla *performance* economico-finanziaria dell'azienda e che sono, di conseguenza, rilevanti per gli investitori. Le informazioni sulla sostenibilità, comunicate secondo gli IFRS S1 e IFRS S2, sono rivolte principalmente ad investitori, finanziatori e altri creditori, mentre quelle rendicontate secondo gli standard GRI sono rivolte ad una platea più ampia di *stakeholder*. Anche per questo motivo, gli standard emessi dall'ISSB non prevedono un coinvolgimento diretto degli *stakeholder* nell'identificare i rischi, ma forniscono piuttosto delle linee guida utili per comunicare informazioni inerenti alla sostenibilità e capaci di soddisfare le esigenze degli investitori nella determinazione del valore aziendale. Per ogni rischio ed opportunità si chiede di specificare l'orizzonte temporale (a breve, medio e lungo termine), in cui si possono verificare, e l'impatto che possono generare con riferimento alle prospettive aziendali. Lo Standard IFRS S1 (paragrafi 54 e 55) stabilisce che le organizzazioni, nell'identificazione dei rischi, applicano gli standard IFRS in materia di sostenibilità, ma possono anche fare riferimento agli Standard SASB per le questioni relative all'acqua e alla biodiversità. In aggiunta, lo standard IFRS S2 richiede di comunicare quali sono i rischi fisici e di transizione legati al clima. Il rischio

[64] Global Reporting Initiative (2024), "Standard GRI 12: Settore carboniero 2022", p. 17.

fisico indica l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici, come eventi metereologici estremi sempre più frequenti, inquinamento atmosferico e perdita di biodiversità. Questi rischi possono causare dei danni materiali alle organizzazioni o dei cali di produttività. Il rischio di transizione indica invece la perdita finanziaria in cui può incorrere l'organizzazione a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Lo standard IFRS S2 sottolinea che, per identificare i rischi e le opportunità legate al clima, l'organizzazione deve utilizzare tutte le fonti ragionevoli e dimostrabili alla data di rendicontazione; queste possono anche essere collegate ad eventi passati, condizioni attuali e/o previsioni su condizioni future. Lo standard IFRS S1 stabilisce che, in alcuni casi, potrebbe essere necessario divulgare informazioni su eventi futuri con esiti incerti. La rilevanza di tali eventi si determina in base agli effetti che potrebbero avere sui flussi di cassa a breve, medio e lungo termine, considerando anche la probabilità che tali eventi effettivamente si verifichino nell'intervallo temporale considerato. Lo standard IFRS S1, essendo di carattere generale, non specifica precise soglie di materialità e non predetermina cosa può essere considerato rilevante in termini assoluti. Si richiede invece di prestare attenzione all'omissione e/o alla presentazione errata di informazioni materiali inerenti ai rischi e alle opportunità collegati alla sostenibilità che potrebbero influenzare le decisioni dei destinatari del bilancio. Le organizzazioni sono quindi chiamate a rendicontare gli input e i parametri utilizzati per valutare e stabilire il grado di priorità dei diversi rischi collegati alla sostenibilità. Inoltre, indicano le modalità utilizzate per valutare la natura, la probabilità e l'entità degli effetti di tali rischi, precisando se si ritenga opportuno utilizzare fattori qualitativi, soglie quantitative o altri criteri. Pertanto, mentre gli standard GRI prevedono un preciso percorso da seguire per determinare i rischi più rilevanti, gli standard IFRS S1 e IFRS S2 lasciano maggiori libertà e autonomia alle organizzazioni in tale determinazione. L'aspetto centrale riguarda la divulgazione dell'impatto dei rischi e delle opportunità (in particolare di quelli legati al clima) sulla *performance* finanziaria e sui flussi di cassa dell'entità considerata. Tuttavia, lo standard IFRS S1 non fornisce al riguardo nessuna indicazione precisa sulle modalità di misurazione degli effetti finanziari correnti e previsti che possono derivare sulla base della strategia di gestione dei rischi stabilita dall'organizzazione. Concordemente a questo, entrambi gli standard IFRS S1 e S2 chiedono la comunicazione degli effetti finanziari previsti, ma ritenendo che le organizzazioni possano utilizzare le informazioni disponibili alla data della rendicontazione senza ulteriori ed eccessivi costi e oneri, adottando un approccio commisurato alle specifiche competenze, alle capacità detenute e alle risorse disponibili.

Come già evidenziato, gli standard IFRS S1 e IFRS S2 fanno esplicito riferimento agli standard SASB. Il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) è un'organizzazione non profit indipendente fondata nel 2011 che nel 2022 è stata consolidata nella *IFRS Foundation*, di conseguenza gli standard SASB sono sotto la supervisione *dell'International Sustainability Standards Board*. Questi standard si focalizzano su cinque dimensioni principali: ambiente, capitale sociale, capitale umano, *business model* e innovazione, *leadership* e *governance*. Inoltre, operano in un'ottica settoriale riferendosi a 77 settori industriali. Adottando un approccio settoriale alla materialità, gli standard SASB riconoscono che i rischi e le opportunità variano significativamente tra i diversi settori di mercato. Per questo, richiedono di identificare i rischi e le opportunità specifiche del settore considerato. In aggiunta, ancorandosi alla materialità finanziaria, considerano rilevanti le informazioni che, se omesse, potrebbero alterare il profilo di rischio della società o influenzare l'allocazione di capitali. Pertanto, gli standard SASB generano parametri settoriali in grado di agevolare le valutazioni di sostenibilità nelle decisioni di investimento. Con l'obiettivo di aiutare le aziende e gli investitori a identificare le questioni di sostenibilità rilevanti per ciascun settore industriale, nel 2021 l'organizzazione SASB ha promosso un nuovo strumento digitale denominato *Materiality Finder* che ha sostituito la *Materiality Map*. Quest'ultima elencava 26 temi di sostenibilità (classificati secondo le cinque dimensioni principali elencate prima, i.e. ambiente, capitale sociale, capitale umano, modello di business e innovazione, *leadership* e *governance*) e descriveva visivamente quali erano finanziariamente rilevanti per i 77 settori considerati, che erano raggruppati in 10 categorie. La *Materiality Map* risultava di difficile utilizzo in particolare per le aziende operanti in molteplici settori. Per questo, si è introdotto il *Materiality Finder* con cui si possono direttamente cercare i temi significativi per il settore considerato, confrontandoli anche con quelli di altri quattro settori. Inoltre, il *Materiality Finder* consente la ricerca per singole aziende. Questo strumento può essere utile anche per allineare la strategia di sostenibilità aziendale alle priorità del settore di riferimento. Una volta identificate le tematiche materiali attraverso il *Materiality Finder*, si procede ad analizzarne e misurarne l'impatto attraverso l'utilizzo di *Key Performance Indicator* (KPI). Gli standard SASB guidano le organizzazioni a identificare i KPI rilevanti, ricollegandoli anche a specifiche voci di bilancio. Per garantire una misurazione oggettiva, ciascun fattore analizzato viene tradotto in dati numerici. Successivamente ciascun KPI viene parametrizzare in funzione dell'attività aziendale e delle peculiarità del settore di riferimento. L'utilizzo di metriche quantitative è rilevante soprattutto con riferimento ai temi ESG: il precedente capitolo 3 ha evidenziato che, mentre le informazioni di natura economica possono essere misurate e presentate in modo

relativamente uniforme attraverso strumenti quali conti economici e flussi di cassa, le metriche ESG risultano intrinsecamente più complesse da quantificare. Ciò è dovuto alla loro componente qualitativa e alla molteplicità di parametri coinvolti, che appunto variano in modo significativo tra i diversi settori.

La *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) è collegata agli standard SASB perché è stata costituita nel 2015 dal *Financial Stability Board* con l'obiettivo primario di analizzare i rischi climatici. La TCFD, infatti, si concentra sull'identificazione e valutazione dei rischi climatici che vengono suddivisi in due categorie principali: i rischi legati alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e i rischi legati agli impatti fisici del cambiamento climatico. La TCFD pone inoltre enfasi sull'analisi degli scenari per identificare le potenziali implicazioni future dei rischi (e delle opportunità) legati al clima. Si desidera permettere agli *stakeholder* (*in primis* agli investitori) di comprendere e valutare il grado di solidità della strategia e dei piani finanziari dell'organizzazione in diverse possibili situazioni che si possono presentare in futuro. Nel suggerire questo, la TCFD raccomanda alle organizzazioni di determinare la materialità dei rischi di tipo climatico in modo coerente rispetto a quanto fatto per le valutazioni di materialità effettuate con riferimento alle altre informazioni di tipo finanziario. Tali informazioni vanno divulgate se sono rilevanti per investitori e finanziatori, al fine di consentire loro di prendere decisioni finanziarie consapevoli. È evidente la necessità di informare sulle modalità con cui i rischi e le opportunità legati al clima possono influire sulla futura posizione finanziaria dell'organizzazione. A questo proposito, la TCFD individua alcune voci chiave da presidiare (i.e., ricavi, costi, attività e passività, capitale e finanziamenti), ma riconosce che le organizzazioni possano incontrare molteplici difficoltà nel quantificare gli effetti finanziari collegati al clima. Al riguardo, la letteratura (si veda anche il paragrafo 4.2.1.1) evidenzia che la TCFD ha determinato un incremento del volume di informazioni relative ai rischi climatici divulgate dalle aziende, ma è emersa una discrepanza tra le raccomandazioni TCFD e le pratiche di rendicontazione effettivamente implementate dalle imprese. Al riguardo è intervenuto anche il *World Business Council for Sustainable Development* (WBCSD) che, facendo esplicito riferimento alla TCFD, ha avanzato una possibile soluzione per misurare i suddetti effetti finanziari. Il WBCSD consiglia alle organizzazioni di creare dei percorsi di impatto per i rischi e le opportunità climatici attraverso un approccio logico che progressivamente considera le diverse implicazioni. Ad esempio, un rischio rilevante potrebbe derivare dall'introduzione di normative che impongano la chiusura di determinati impianti (considerati ad elevato impatto ambientale). Questo comporterebbe che l'organizzazione debba dismettere tali attività, con conseguenti impatti aziendali (ad esempio cessazione di determinate operazioni,

licenziamenti di una parte dei lavoratori e revisione del valore di iscrizione degli *asset*). Da un punto di vista economico-finanziario, si dovrebbero registrare la svalutazione delle attività, l'aumento dei costi e la riduzione del risultato economico. Alla luce di questi possibili impatti (già ipotizzati), le organizzazioni dovrebbero individuare i dati da utilizzare e da presidiare per la valutazione dell'impatto finanziario. Una volta individuati tali dati, le organizzazioni dovrebbero sviluppare un percorso di calcolo considerato adeguato a determinare l'impatto finanziario. Questo intero processo va ripetuto per tutti i rischi (e le opportunità) che si ritengono significativi e oggetto di controllo/quantificazione. Si tratta di un percorso complesso e oneroso (soprattutto perché richiede molto tempo), ma si ritiene oggi imprescindibile che le organizzazioni attuino l'analisi degli scenari e provino a rendicontare i conseguenti effetti finanziari, riportando con cura anche la metodologia utilizzata.

Quanto descritto finora rende evidente sia l'importanza di valutazione e rendicontazione dei rischi ESG sia la presenza di standard e raccomandazioni che nel tempo si sono focalizzati su aspetti e metodi talvolta differenti. Gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) mirano a rappresentare standard di rendicontazione comuni a tutti gli stati, in particolare per quelli chiamati ad applicare la CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive* 2022/2464). Ad oggi si considerano noti e diffusi dodici ESRS, che comprendono due standard generali e dieci standard specifici sui temi ESG. In tutti gli standard è trasversalmente presente il principio di doppia materialità: le imprese sono chiamate a rendicontare informazioni riguardanti sia l'incidenza delle questioni di sostenibilità sull'impresa secondo la *outside-in perspective* (o materialità finanziaria), rilevando i rischi e le opportunità di sostenibilità che possono influenzare positivamente o negativamente lo sviluppo, la *performance* e il valore dell'organizzazione, sia le conseguenze delle attività dell'impresa su aspetti ESG, *in primis* con riferimento alle dimensioni ambientale e sociale, secondo la *inside-out perspective* (o materialità di impatto). Il principio di doppia materialità viene ribadito e sancito, come quello da utilizzare nella rendicontazione di sostenibilità, anche dalla proposta contenuta nel "pacchetto Omnibus", richiamata nell'introduzione di questo capitolo. Sulla base di questo principio, si attua il processo di valutazione e determinazione di impatti, rischi e opportunità rilevanti da rendicontare nel bilancio di sostenibilità. Tale processo si basa dunque sulla rilevanza di impatto e anche sulla rilevanza finanziaria. La prima è determinata tenendo conto della scala o gravità, della portata o diffusione e del grado di irrimediabilità. Queste tre caratteristiche, spesso interconnesse tra loro, rappresentano la base di determinazione delle necessarie soglie quantitative e/o qualitative, utili per valutare la materialità degli impatti derivanti dalle attività aziendali. Per definire tali soglie, le imprese possono adottare i processi di *due diligence* già

implementati oppure processi di gestione del rischio appositamente introdotti. Oltre agli impatti effettivi, si valutano anche gli impatti potenziali che richiedono di stimare la loro probabilità di accadimento. Nella rendicontazione degli impatti, sia potenziali sia effettivi, gli ESRS richiedono alle imprese di descrivere e spiegare come è stata identificata e determinata la materialità di impatto, dettagliando eventuali soglie utilizzate. La rendicontazione deve anche soffermarsi sulla materialità finanziaria, informando sugli effetti finanziari positivi o negativi in termini di *performance*, situazione finanziaria, flussi di cassa, accesso e costo del capitale. Anche in questo caso si auspica che le organizzazioni utilizzino soglie numeriche che possono essere monetarie in senso assoluto oppure relative (espresse in termini percentuali rispetto ad altri valori oggetto di indagine). L'orizzonte temporale considerato per la valutazione anche della materialità finanziaria è più ampio rispetto a quello utilizzato tradizionalmente in bilancio. Infine, è fondamentale il consolidamento dei risultati delle valutazioni di impatto e della rilevanza finanziaria per decidere i rischi e le opportunità da dettagliare nel bilancio di sostenibilità. Infatti, le organizzazioni divulgano informazioni riguardo al processo di gestione dei rischi, descrivendo le strategie e i processi implementati per mitigare i rischi e delineando anche le posizioni di responsabilità attribuite all'interno dell'organizzazione per la gestione dei rischi. È evidente che la cultura del rischio rappresenta un aspetto distintivo e cruciale negli ESRS. Ad esempio, come evidenziato nel paragrafo precedente, l'ESRS G1 richiede di descrivere se e come l'organizzazione sia (diventata) proattiva nel coltivare e diffondere una cultura di consapevolezza del rischio al suo interno, integrandola anche nei processi aziendali (anche in quegli operativi) e nei codici di condotta. La gestione e rendicontazione dettagliata dei rischi ESG sono diventate fondamentali per le organizzazioni per diversi motivi, *in primis* per il maggiore interesse sia degli investitori sia degli *stakeholder* in generale che sono sempre più attenti alle opportunità e agli impatti che possono derivare in ottica di doppia materialità.

4.5. Gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG

Il presente paragrafo presenta i risultati di un'analisi empirica riguardante gli effetti della NFRD (di seguito anche "Direttiva") sulla comunicazione dei rischi ESG, con l'obiettivo di valutare l'evoluzione nel tempo delle pratiche di rendicontazione su tali rischi adottate da un campione di imprese europee sottoposte alla Direttiva.

4.5.1. *La metodologia della ricerca*

Ai fini dell'analisi relativa agli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG si è applicata una *quantitative content analysis* [65] ai bilanci d'esercizio raccolti. Nello specifico, sono stati selezionati quattro esercizi contabili non consecutivi, ossia gli esercizi 2016, 2017, 2019 e 2023. La scelta di tali esercizi ha permesso di focalizzare l'attenzione su quattro diversi momenti temporali in modo da perseguire l'obiettivo principale di questa analisi, ossia la valutazione dell'evoluzione temporale delle pratiche di rendicontazione dei rischi ESG adottate da imprese europee di grandi dimensioni. Il primo momento precede l'introduzione della *Non-Financial Reporting Directive* (2016); il secondo si colloca subito dopo la sua entrata in vigore (2017); il terzo periodo di riferimento si focalizza due anni dopo la sua introduzione (2019); e l'ultimo periodo precede l'entrata in vigore della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (2023).

L'analisi quantitativa di contenuto è stata svolta secondo i seguenti *step*. In linea agli studi precedenti, si sono dapprima identificate le variabili relative alla quantità e qualità della *disclosure* sui rischi [66]. Dopodiché si sono mappate tutte le frasi contenenti il termine "*risk*" o suoi derivati ("*risks*", "*risky*", "*riskiness*", ecc.) all'interno dei report identificati. Poiché l'analisi è focalizzata sui rischi ESG e, più precisamente, solo sulle categorie contemplate dalla NFRD (su cui si fornisce un dettaglio nella Tabella 4.3) sono state escluse tutte le frasi che trattano i rischi in termini generali o afferenti alla sfera finanziaria. Ciascuna frase così identificata è poi stata oggetto di analisi secondo le variabili illustrate di seguito. Infine, i dati raccolti attraverso l'analisi quantitativa di contenuto sono stati aggregati per sviluppare una valutazione composita delle pratiche di rendicontazione dei rischi ESG delle imprese europee.

---

[65] Guthrie, J. Rossi, F., Orelli, R.L., & Nicolò, G. (2020), "Investigating risk disclosures in Italian integrated reports", in *Meditari Accountancy Research*, 28(6), pp. 1149-1178; Loughran, T., & McDonald, B. (2011), "When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks", in *The Journal of Finance*, 66(1), pp. 35-65; Agostini, M., & Costa, E. (2018), "Financial and sustainability reporting: An empirical investigation of their relationship in the Italian context", in AA.VV., *Sustainability and social responsibility: Regulation and reporting. Accounting, finance, sustainability, governance & fraud: Theory and application*, Springer, Singapore; Mio, C., Agostini, M., & Panfilo, S. (2020), "Bank risk appetite communication and risk taking: The key role of integrated reports", in *Risk Analysis*, 42(3), pp. 634-652.

[66] Mio, C., Agostini, M., & Panfilo, S. (2020), "Bank risk appetite communication and risk taking: The key role of integrated reports", in *Risk Analysis*, 42(3), pp. 634-652.

Tabella 4.3. – *Categorie di rischi ESG definite dalla NFRD*

Categoria di rischi ESG	*Definizione*
Questioni ambientali	Impatto attuale e prevedibile delle attività dell'impresa sull'ambiente nonché, ove opportuno, sulla salute e la sicurezza, l'utilizzo delle risorse energetiche rinnovabili e/o non rinnovabili, le emissioni di gas a effetto serra, l'impiego di risorse idriche e l'inquinamento atmosferico.
Questioni sociali e attinenti al personale	Azioni intraprese per garantire l'uguaglianza di genere, l'attuazione delle convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro, le condizioni lavorative, il dialogo sociale, il rispetto del diritto dei lavoratori di essere informati e consultati, il rispetto dei diritti sindacali, la salute e la sicurezza sul lavoro e il dialogo con le comunità locali, e/o le azioni intraprese per garantire la tutela e lo sviluppo di tali comunità.
Rispetto dei diritti umani	Informazioni sulla prevenzione delle violazioni dei diritti umani.
Lotta contro la corruzione attiva e passiva	Informazioni sugli strumenti esistenti per combattere la corruzione attiva e passiva.

Fonte: UNIONE EUROPEA (UE) (2014), Direttiva 2014/95/UE.

Per valutare le pratiche di *disclosure* sui rischi ESG sono state considerate due variabili associate a caratteristiche quantitative e qualitative della rendicontazione. La variabile associata alla quantità, i.e. *VOLUME*, misura il numero complessivo di frasi relative ai rischi non finanziari mappate nei report selezionati. La variabile associata alle caratteristiche qualitative della *disclosure*, i.e. *TYPE*, raccoglie informazioni sulla specifica categoria di rischi trattata in ciascuna frase mappata. In linea con quanto definito nella NFRD (al riguardo, si veda anche il paragrafo 1.2) tale variabile può appartenere alle seguenti categorie: *environmental*, se nella frase si menzionano rischi afferenti alla sfera ambientale; *social and employee-related*, se nella frase si menzionano rischi afferenti alla sfera sociale o del personale; *human rights*, se nella frase si menzionano rischi afferenti ai diritti umani; *corruption*, se nella frase si menzionano rischi afferenti alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. Sono poi state introdotte due categorie residuali, ossia: *multiple*, se nella frase si menzionano più tipi di rischi ESG; oppure *general*, se nella frase si utilizzano termini generici per fornire informazioni sui rischi ESG (ad esempio, "*sustainability risks*", "*non-financial risks*", o "*corporate social responsibility/CSR risks*"). Per ciascuna di queste categorie è stato attribuito il valore 1 ove la *disclosure* sui rischi ESG è stata mappata.

4.5.2. *Il campione*

Il campione selezionato ai fini della presente ricerca è stato identificato attraverso un'estrazione dal database Orbis (gestita dall'ente Bureau van Dijk). L'analisi svolta si è focalizzata sulle 300 più grandi imprese per fatturato componenti l'indice STOXX Europe 600 [67] che rappresenta un campione internazionale delle aziende con maggiore capitalizzazione di mercato in Europa. In virtù dell'esistenza di una specifica regolamentazione per le imprese afferenti al settore finanziario nel contesto normativo europeo riguardo alla rendicontazione di sostenibilità, si è inoltre stabilito di escludere le imprese appartenenti al settore assicurativo-finanziario così come classificato dal codice NACE. Tale decisione mira a massimizzare la comparabilità delle pratiche di *reporting* delle varie imprese componenti il campione e ha comportato l'esclusione di 48 imprese dall'ambito dell'analisi. Sono state successivamente escluse ulteriori 9 imprese a causa dell'assenza di dati relativi a tali aziende all'interno della banca dati consultata per lo svolgimento dell'analisi. Inoltre, come illustrato precedentemente, si sono considerati quattro anni di riferimento per la raccolta dei bilanci di ciascuna impresa. Tuttavia, per sette aziende non è stato possibile recuperare i report (i.e. "*annual report*" o dichiarazioni non finanziarie) relativi a tutti e quattro gli esercizi contabili selezionati; per quattro di queste è stato possibile recuperare solamente un report, mentre per le rimanenti tre è stato possibile recuperarne tre ciascuna. Pertanto, in ultima istanza, il campione finale è costituito da 243 imprese e 957 bilanci.

Le tabelle 4.4 e 4.5 evidenziano la distribuzione geografica e settoriale del campione. Come si evince dalla Tabella 4.4, oltre la metà delle imprese nel campione ha la propria sede legale nel Regno Unito (18,52%), in Francia (17,70%) o in Germania (16,87%). A livello settoriale (Tabella 4.5), invece, il settore manifatturiero ("*C – Manufacturing*") è quello preponderante e accoglie circa la metà delle aziende campionate (50,21%); questo è seguito dal settore dell'informazione e della comunicazione e da quello del commercio all'ingrosso e al dettaglio, che insieme accolgono circa il 20% delle imprese.

[67] La composizione del campione riflette quella alla data di estrazione, il 26 ottobre 2023.

Tabella 4.4. – *Distribuzione geografica del campione*

Paese	*Frequenza assoluta*	*Frequenza relativa (%)*
Austria (AT)	4	1,65
Belgio (BE)	3	1,23
Danimarca (DK)	7	2,88
Finlandia (FI)	9	3,70
Francia (FR)	43	17,70
Germania (DE)	41	16,87
Irlanda (IE)	5	2,06
Italia (IT)	7	2,88
Lussemburgo (LU)	4	1,65
Norvegia (NO)	6	2,47
Paesi Bassi (NL)	19	7,82
Polonia (PL)	2	0,82
Portogallo (PT)	3	1,23
Regno Unito (GB)	45	18,52
Spagna (ES)	10	4,12
Svezia (SE)	14	5,76
Svizzera (CH)	21	8,64
Totale	**243**	**100,00**

Fonte: elaborazione personale.

Tabella 4.5. – *Distribuzione settoriale del campione*

Settore (NACE)	*Frequenza assoluta*	*Frequenza relativa (%)*
B – Mining and quarrying	17	7,00
C – Manufacturing	122	50,21
D – Electricity, gas, steam and air conditioning supply	17	7,00
E – Water supply; sewerage, waste management and remediation activities	1	0,41
F – Construction	9	3,70
G – Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	22	9,05
H – Transportation and storage	8	3,29
I – Accommodation and food service activities	2	0,82
J – Information and communication	23	9,47
L – Real estate activities	1	0,41
M – Professional, scientific and technical activities	9	3,70
N – Administrative and support service activities	8	3,29
O – Public administration and defence; compulsory social security	3	1,23
Q – Human health and social work activities	1	0,41
Totale	**243**	**100,00**

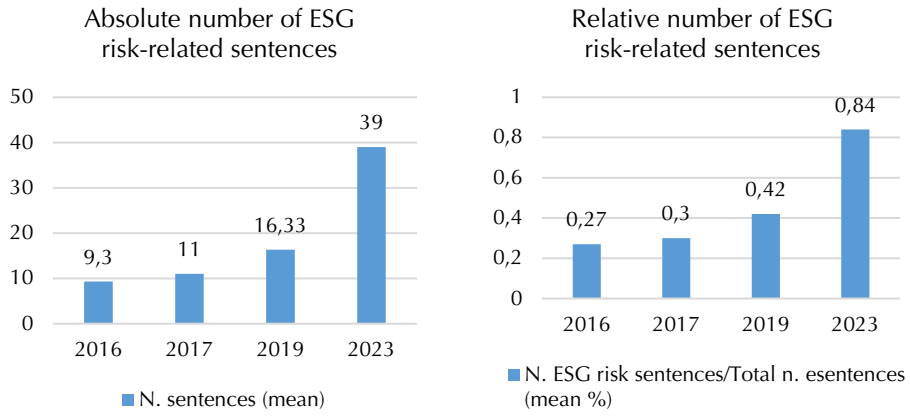
Fonte: elaborazione personale.

4.5.3. *Le evidenze empiriche*

I dati raccolti attraverso la metodologia illustrata proiettano uno scenario complessivamente positivo. Considerando infatti la differenza nella media del numero di frasi sui rischi ESG tra l'anno precedente la Direttiva e la media di frasi nei tre anni a seguire, si è osservato in media un aumento in termini assoluti del 137,74% nei report delle grandi imprese europee (Figura 4.2).

Anche la considerazione di un orizzonte temporale più breve consente di giungere a conclusioni simili: subito dopo l'introduzione della Direttiva, ossia passando dall'esercizio 2016 all'esercizio 2017, si è osservato un aumento medio nel numero di frasi relative ai rischi ESG pari al 18,28%. Tali risultati permettono dunque di ipotizzare che la NFRD possa aver influenzato positivamente le pratiche di rendicontazione dei rischi ESG delle imprese europee, comportando che queste ultime dedichino una maggiore attenzione a tali rischi nei loro report anche in termini relativi. La Figura 4.2 evidenzia infatti un crescente aumento anche del numero medio di frasi sui rischi ESG rispetto al totale delle frasi del report in cui sono riportate, passando dallo 0,27% del 2016 allo 0,84% del 2023.

Figura 4.2. – *"Trend" del numero complessivo di frasi sui rischi ESG*

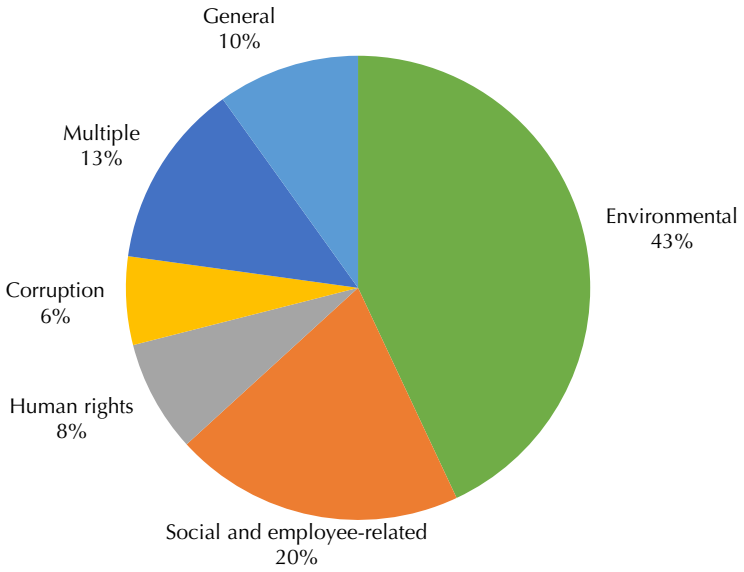


Fonte: elaborazione personale.

Complessivamente, riguardo alle diverse categorie di rischi ESG trattate nelle frasi mappate, dai risultati emerge che i rischi ambientali siano quelli maggiormente esposti nei report analizzati. Quasi la metà delle frasi analizzate (43%) sono infatti dedicate ai rischi legati alle questioni ambientali; questa categoria è seguita da quella relativa ai rischi sociali e attinenti al personale, a cui è stato dedicato il 20% delle frasi. Al contrario, i rischi legati ai diritti umani e alla lotta contro la corruzione sono stati oggetto di un grado di considerazione sensibilmente inferiore da parte delle imprese europee a cui è dedicato, rispettivamente, l'8% e il 6% delle frasi raccolte. Infine, circa il 23% dell'informativa sui rischi ESG comunicata dalle aziende europee nei report analizzati può essere considerata "*boilerplate*". Tale considerazione deriva dalla somma delle frasi

che trattano al contempo più tipologie di rischio (13%) e di quelle che trattano i rischi ESG senza fornire alcun dettaglio sul loro impatto o sulle strategie di gestione messe in atto dalle imprese (10%). La Figura 4.3 propone una sintesi grafica della distribuzione dei rischi ESG per categoria.

Figura 4.3. – *Distribuzione delle frasi dei rischi ESG per categoria*



Fonte: elaborazione personale.

Dopo aver descritto i *trend* complessivi, si valuta ora nel dettaglio la comunicazione delle diverse categorie di rischio. La prima categoria è quella relativa ai rischi ambientali il cui *trend* evidenzia una crescente attenzione nell'arco temporale di riferimento da parte delle grandi società non finanziarie europee (Figura 4.4). In termini assoluti, il numero di frasi dedicate a tale categoria di rischi ha infatti osservato un notevole aumento: passando da una media di 2,87 frasi presenti nei report del 2016 a una media di 20,29 frasi nei report del 2023. Tali dati evidenziando un tasso di crescita del 25,44% nel breve termine (ossia subito dopo l'entrata in vigore della Direttiva) e del 243,67% laddove si compari la situazione *ex ante* la Direttiva con la media dei tre anni successivi considerati. In termini relativi, inizialmente si riscontra una lieve riduzione nella frequenza di frasi relative ai rischi ambientali rispetto al totale delle frasi sui rischi ESG nei report (–3,03%), a cui fa tuttavia fronte un considerevole incremento quando viene considerato un orizzonte temporale più esteso (+6,66%).

La disaggregazione dei dati a livello paese [68] evidenza come Regno Unito, Francia e Germania siano i paesi che maggiormente discutono dei rischi ambientali mentre il paese che ne discute meno nel campione è l'Austria. In termini settoriali, invece, società appartenenti al settore manifatturiero (C), delle utilities (D), dell'informazione e comunicazione (J), e minerario (B). Il settore immobiliare (L) e quello legato alla salute umana e lavoro sociale (Q) sono invece i due settori che meno fanno riferimento ai rischi ambientali nei loro report.

La seconda categoria di rischi è quella associata ai temi sociali; pur riscontrando un crescente numero di frasi all'interno dei report analizzati, in termini relativi, a differenza delle altre categorie di rischio, evidenzia una sostanziale tendenza decrescente (Figura 4.5) pesando rispetto al totale della comunicazione dei rischi ESG il 32,05% nei report del 2016 e il 13,91% del 2023. A livello paese si conferma la maggiore comunicazione anche di tali rischi da parte di società operanti in Francia, Regno Unito e Germania. I due paesi che meno comunicano i rischi di natura sociale sono Austria e Polonia. A livello settoriale è interessante notare come il settore strettamente connesso a tali temi, ossia il settore Q – salute umana e lavoro sociale, non comunichi nessun rischio appartenente a tale categoria. Mentre i due settori che ne discutono maggiormente sono il manifatturiero (C) e il minerario (B).

I rischi legati ai diritti umani in linea alle altre categorie specifiche di rischio evidenziano in termini assoluti una crescente presenza all'interno dei report analizzati (+61,02% tra il 2016 e il 2017; + 201,69 % tra il 2016 e la media dei tre anni successivi analizzati), mentre in termini relativi vi è un andamento oscillante nei quattro anni investigati (Figura 4.6). L'analisi a livello paese ricalca quanto emerge anche per i rischi ambientali e sociali, unica marcata differenza sono i paesi che meno comunicano i rischi legati ai diritti umani e che corrispondono a Spagna e Lussemburgo. L'analisi a livello di settore ancora una volta fa emergere come il settore Q pur essendo strettamente connesso ai temi dei diritti umani (es. salute) non dia comunicazione di eventuali rischi in merito.

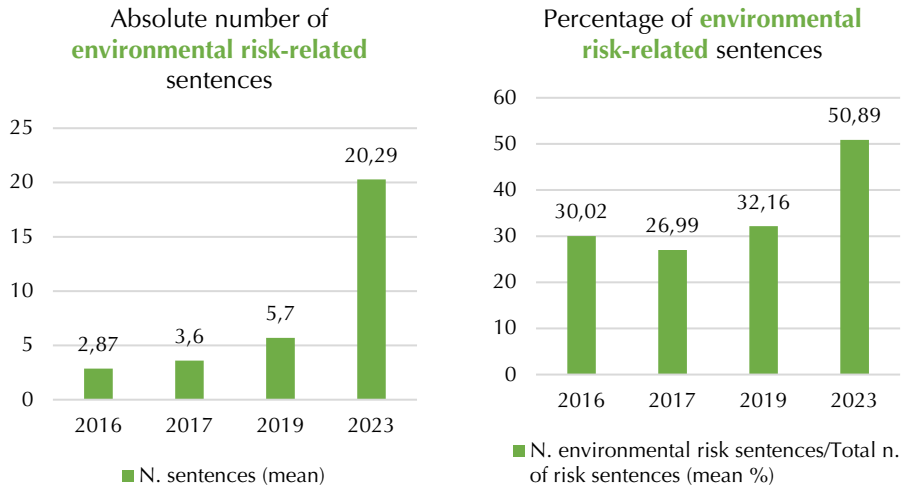
Per quanto concerne la comunicazione dei rischi legati alla corruzione si conferma il *trend* positivo in termini assoluti, mentre in termini relativi l'andamento è altalenante essendoci un incremento tra il 2016 e il 2017 e poi un decremento del peso di questi rischi sul totale dei rischi comunicati (Figura 4.7). Tra i paesi che maggiormente danno comunicazione dei rischi legati alla corruzione troviamo Francia, Regno Unito e Svezia. I paesi che invece ne danno minore comunicazione sono Irlanda e Lussemburgo. A livello settoriale emerge

[68] Le tabelle relative alla disaggregazione per categoria di rischi e paese o settore sono disponibili su richiesta.

come i settori manifatturiero (C), minerario (B) e delle utilities (D) siano quelli più trasparenti su tale categoria di rischi.

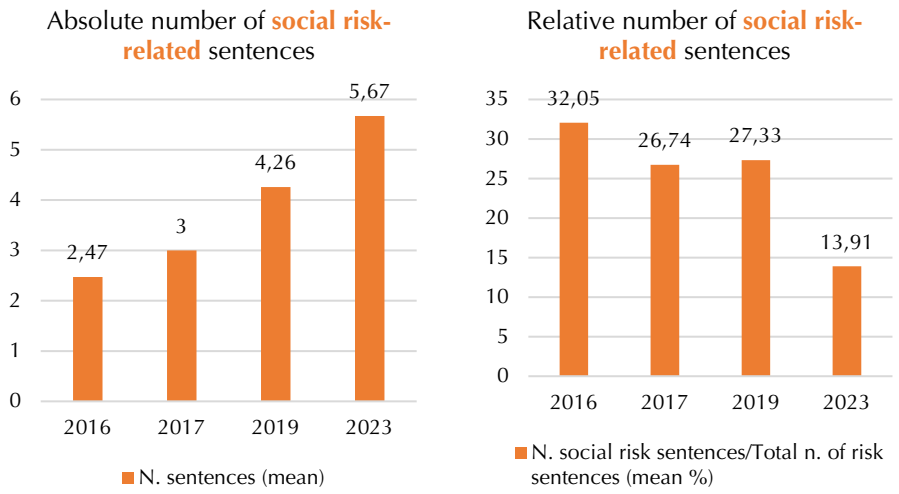
Infine, la valutazione delle due categorie residuali da noi introdotte per l'analisi, ancora una volta evidenziano un incremento in termini assoluti del numero di frasi sui rischi ESG sia quando più rischi vengono discussi nella stessa frase (Figura 4.8) sia quando se ne parla genericamente (Figura 4.9). Tuttavia, entrambe queste categorie evidenziano complessivamente una riduzione del loro peso in termini relativi. Per esempio, le frasi in cui sono discusse più categorie di rischio evidenziano una differenza del –3,33% rispetto all'anno precedente la Direttiva. Mentre le frasi in cui si parla genericamente di rischi ESG evidenziano una riduzione dell'1,4% nell'anno di introduzione della NFRD. Tra i paesi che meno introducono la discussione di più rischi ESG in una stessa frase o in termini generali vi sono il Portogallo, la Polonia e il Lussemburgo. Tra i settori che maggiormente menzionano in termini generici i rischi ESG in aggiunta a quelli maggiormente rappresentati, vi sono il settore dell'informazione e comunicazione (J), delle costruzioni (F), e del commercio (G).

Figura 4.4. – *Frasi associate ai rischi ambientali in valore assoluto e relativo*



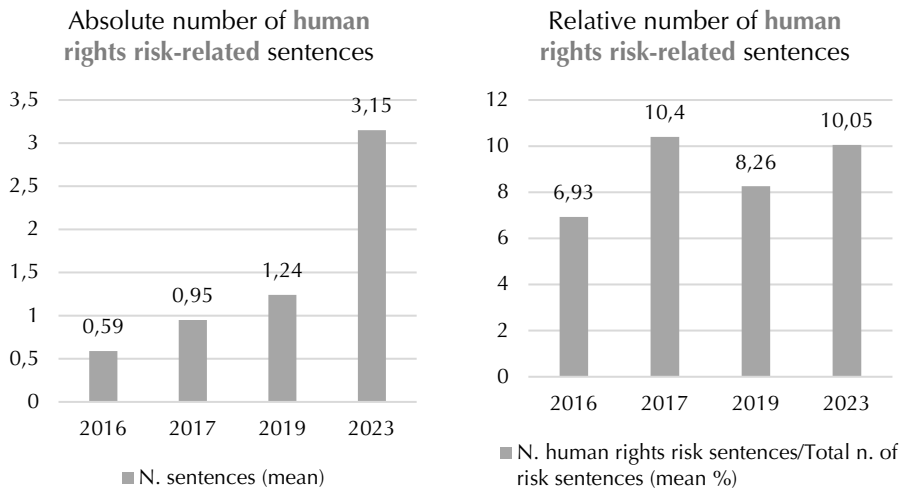
Fonte: elaborazione personale.

Figura 4.5. – *Frasi associate ai rischi sociali in valore assoluto e relativo*



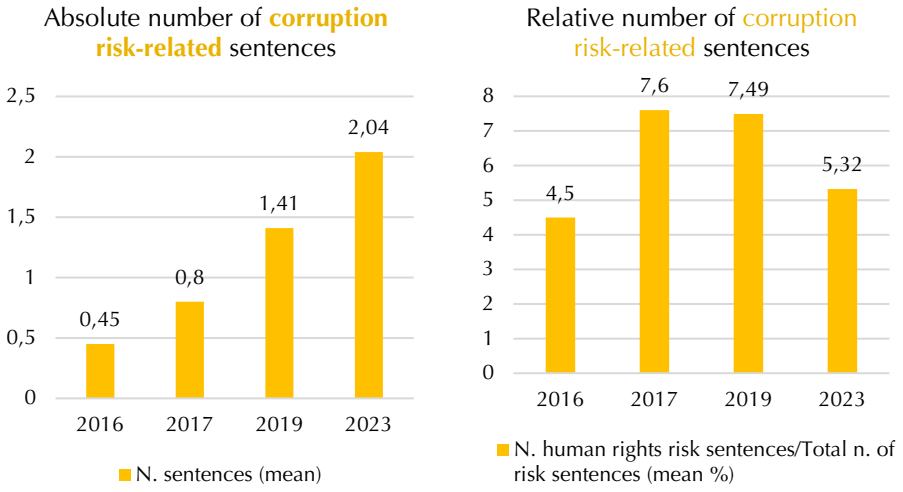
Fonte: elaborazione personale.

Figura 4.6. – *Frasi associate ai rischi legati ai diritti umani in valore assoluto e relativo*



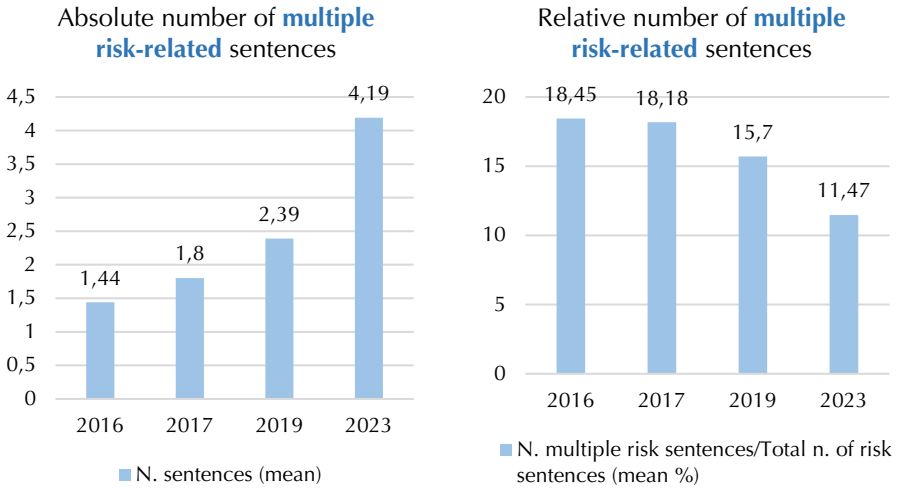
Fonte: Elaborazione personale.

Figura 4.7. – *Frasi associate ai rischi legati alla corruzione in valore assoluto e relativo*



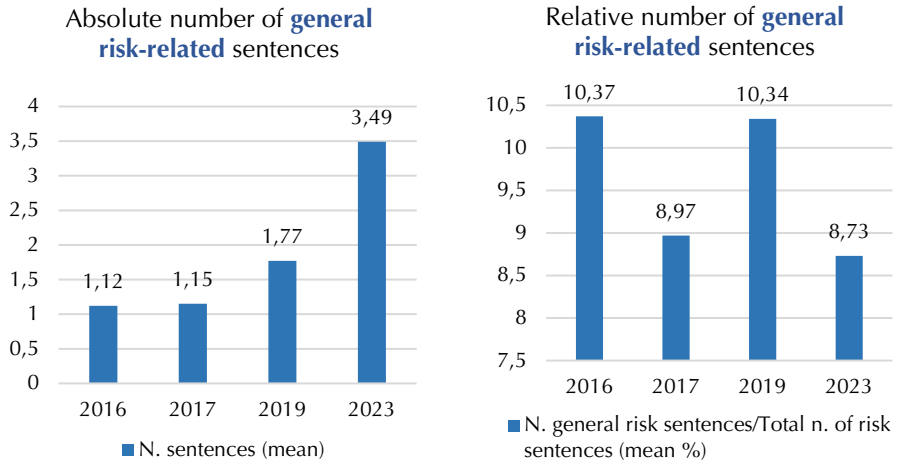
Fonte: elaborazione personale.

Figura 4.8. – *Frasi associate a più categorie di rischio in valore assoluto e relativo*



Fonte: elaborazione personale.

Figura 4.9. – *Frasi generiche associate ai rischi ESG in valore assoluto e relativo*



Fonte: elaborazione personale.

Complessivamente dalle evidenze empiriche si può concludere l'aumento della rilevanza della comunicazione dei rischi ESG, sia in termini assoluti che relativi. In funzione del peso che le grandi aziende europee non finanziarie attribuiscono alle diverse categorie di rischio, i dati evidenziano che quasi la metà rischi discussi sono di natura ambientale (E – 43%), mentre i rischi legati alla sfera sociale (ossia *social and employee-related* e *human rights*) pesano per circa un terzo (S – 28%), e rischi legati alla *governance*, ossia la categoria *corruption*, pesano notevolmente meno rispetto alle precedenti categorie (G – 6%). Inoltre, circa il 25% dell'informativa sui rischi ESG può essere considerata "*boilerplate*" (i.e. categorie *multiple* e *general*).

Le analisi svolte permettono di osservare un significativo incremento nella quantità di informazioni comunicate dalle imprese europee sui rischi ESG a seguito dell'introduzione della NFRD. Tali considerazioni sono particolarmente evidenti se l'orizzonte temporale considerato si estende fino ad includere esercizi contabili quanto più recenti possibile. Inoltre, l'analisi dei *trend* fa emergere un aumento maggiore di *disclosure* per i rischi ambientali (nel lungo periodo). In generale, la comunicazione dei rischi relativi ai diritti umani e alla corruzione aumenta mentre la comunicazione dei rischi sociali subisce una riduzione (in termini relativi). Infine, la comunicazione molteplice dei rischi nella stessa frase o di natura generica subisce una riduzione. In altre parole, vi è una conseguente maggiore precisione della comunicazione riferita a specifiche categorie di rischi ESG. Da ciò è possibile dedurre che anche la qualità dell'informativa sia stata

oggetto di miglioramento vista la riduzione nel volume di informazioni "*boiler-plate*" incluse nei bilanci considerati.

In conclusione, dalle evidenze empiriche si può affermare vi sia un aumento della quantità e qualità (in termini di precisione) per potenziale effetto della Direttiva NFRD. Future ricerche sono invitate a validare tali risultati attraverso strumenti di statistica multivariata e a investigare potenziali altri *driver* della maggiore e/o migliore comunicazione dei rischi ESG, quali ad esempio pressioni da parte degli *stakeholders* o *shareholders* oppure l'utilizzo di incentivi manageriali e fattori di *governance*.

4.6. Conclusioni

Il capitolo si è focalizzato sul tema della comunicazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* nei bilanci delle aziende europee, secondo diverse prospettive tra loro interconnesse: discutendo il *corpus* di conoscenze sviluppato dalla letteratura accademica, illustrando i principali aspetti concettuali delle modalità di gestione e governo dei rischi ESG, fornendo un'analisi comparativa degli standard di rendicontazione, e presentando i risultati di un'analisi empirica volta ad investigare gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG.

La revisione sistematica della letteratura ha mostrato in primo luogo come la diffusione di *framework* di rendicontazione che contemplavano anche la comunicazione dei rischi non finanziari (come IR e TCFD) e le recenti regolamentazioni sulla rendicontazione ESG abbiano avuto un impatto positivo sulle pratiche di comunicazione dei rischi non finanziari, in termini di volume e qualità delle informazioni, da parte delle imprese. Al tempo stesso, la letteratura ha messo in luce come permangano differenze significative tra aziende in termini di completezza e trasparenza della comunicazione (al riguardo, si veda anche l'approfondimento del paragrafo 3.2), e come le aziende tendano ancora a privilegiare informazioni sui rischi passati o presenti, spesso rese con tono positivo o neutro, mentre la *disclosure* prospettica sui rischi futuri e quella sulle implicazioni negative rimane limitata. Un secondo filone di ricerca si è concentrato sulla ricerca dei determinanti la rendicontazione dei rischi ESG, evidenziando come questa sia influenzata da fattori come la *governance*, le dimensioni aziendali, alcune caratteristiche istituzionali e di contesto.

Infine, le linee di ricerca emergenti sottolineano l'importanza di affrontare fenomeni quali il *greenwashing* e di sviluppare nuove metodologie di misurazione, basate su tecnologie avanzate come l'Industria 5.0 e i dati satellitari sul cambiamento climatico, la supporto della rendicontazione e comunicazione dei rischi ESG.

Per quanto riguarda le modalità di gestione e governo dei rischi ESG, ne sono stati discussi i passaggi chiave. *In primis*, una gestione efficace dei rischi ESG non può prescindere dalla necessità di un equilibrio tra la prospettiva finanziaria (*outside-in*), che considera gli effetti dei rischi sulla *performance* economica dell'impresa, e la prospettiva d'impatto (*inside-out*), che valuta le conseguenze delle attività aziendali su ambiente e società. Fondamentali sono poi i processi di identificazione e prioritizzazione dei rischi. Strumenti consolidati, come il COSO *Framework*, l'analisi dei *megatrend*, le analisi SWOT e l'*impact and dependency mapping*, permettono di individuare e classificare i rischi più rilevanti, mentre il coinvolgimento degli *stakeholder* favorisce una valutazione completa e realistica delle criticità ESG. La prioritizzazione, sia pur attraverso la consolidata valutazione di probabilità e impatto di potenziali eventi rischiosi, pone molteplici sfide legate alla difficoltà di quantificare i rischi ESG, soprattutto quelli di lungo termine, e la severità dell'impatto, anche in base al *risk appetite* dell'impresa. Dal lato della *governance* dei rischi ESG, è stato delineato il ruolo centrale del Consiglio di amministrazione (CdA) nel definire le strategie di gestione del rischio e nel promuovere una cultura aziendale orientata alla sostenibilità. Un'efficace ESG *risk governance* non si limita alla supervisione da parte del CdA, ma richiede una stretta integrazione con i processi aziendali, attraverso sistemi di *reporting* avanzati, sistemi di incentivazione e una chiara definizione delle responsabilità interne.

L'analisi comparativa degli standard di rendicontazione in materia di rischi ESG indica come la tassonomia dei rischi ESG sia influenzata dai *framework* di riferimento, che adottano approcci distinti nella valutazione e divulgazione delle informazioni.

Gli Standard GRI (*Global Reporting Initiative*), ad esempio, si concentrano sulla materialità d'impatto, valutando le conseguenze delle attività aziendali sull'ambiente e sulla società, mentre gli Standard IFRS S1 e S2, sviluppati dall'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) e nei quali è centrale il tema climatico, adottano perlopiù un approccio *outside-in*, focalizzandosi sui rischi e le opportunità ESG con un impatto diretto sulla *performance* finanziaria dell'impresa. Ancora, gli Standard SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*) e la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) forniscono ulteriori linee guida per la comunicazione di sostenibilità, con un *focus* settoriale e sulla trasparenza delle informazioni per gli investitori.

Infine, alla luce dalle comparazioni proposte, la doppia materialità, introdotta dagli European *Sustainability Reporting Standards* (ESRS) predisposti dall'EFRAG e previsti dalla CSRD (come approfondito nel precedente paragrafo 4.4), rappresenta un'evoluzione significativa nel *reporting* ESG, combinando gli approcci finanziario e d'impatto. Come evidenziato nel precedente capitolo 3, disporre di informazioni affidabili sulla *performance* ESG delle imprese può mi-

gliorare il processo decisionale degli investitori sotto due prospettive. Da un lato, tali informazioni possono influenzare direttamente il valore economico dell'azienda, incidendo sui flussi di cassa futuri e sul livello di rischio. Dall'altro, anche quando prive di un impatto diretto sul valore economico, tali informazioni possono consentire agli investitori di orientare le proprie scelte in linea con i propri valori e principi etici, come nel caso dei fondi di investimento socialmente responsabili. Tuttavia, la molteplicità di standard e metodologie applicabili continua a rappresentare una questione da dirimere con la finalità di incrementare la comparabilità e l'affidabilità della comunicazione dei rischi ESG.

L'analisi empirica presentata nel paragrafo 4.4 ha esaminato l'impatto della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG da parte di un campione di imprese europee. I risultati sono indicativi di un significativo incremento nella quantità di informazioni comunicate sui rischi ESG a seguito dell'introduzione della Direttiva, sia in termini assoluti che relativi. In merito invece alle diverse categorie di rischio, i rischi ambientali sono quelli maggiormente comunicati nei report aziendali, seguiti dai rischi sociali e legati al personale. L'analisi svolta ha palesato differenze nella comunicazione inerente ai diversi tipi di rischio da parte delle aziende sotto i profili settoriale e geografico. Un dato rilevante riguarda il miglioramento qualitativo della *disclosure*, con la riduzione progressiva della comunicazione "*boilerplate*", ovvero priva di dettagli specifici o riferita a più categorie di rischio contemporaneamente, e una via via crescente attenzione a singole categorie di rischio. Ciò suggerisce un'evoluzione verso maggiori precisione e dettaglio nella rendicontazione dei rischi ESG. Questo è coerente con quanto illustrato nel capitolo 1, in cui si evidenzia come la qualità della *disclosure* rappresenti un elemento chiave per accrescere la trasparenza, ridurre l'asimmetria informativa e rafforzare la fiducia degli *stakeholder*. La qualità della *disclosure* ESG si configura, inoltre, come un criterio di valutazione considerato dagli investitori per l'allocazione dei capitali, un fattore determinante per la continuità aziendale (*going concern*) e un elemento influente nell'assegnazione del *rating* bancario.

In conclusione, il presente capitolo ha evidenziato il crescente peso della comunicazione dei rischi ESG quale elemento di trasparenza e *accountability* in materia di sostenibilità aziendale. L'evoluzione normativa ha portato a miglioramenti nella comunicazione, ma persistono criticità legate alla standardizzazione, alla qualità delle informazioni (come evidenziato anche nel capitolo 1 con riferimento alla qualità della *disclosure*) e all'integrazione dei rischi ESG nei processi decisionali. Il permanere o meno di tali criticità dipenderà anche dalla capacità delle imprese di adottare un approccio maggiormente integrato e orientato al lungo termine, sfruttando anche le opportunità offerte dalle nuove tecnologie per migliorare la misurabilità e l'affidabilità delle comunicazioni rese, evitando al contempo pratiche di *greenwashing*.

Considerazioni conclusive

Il presente volume [1] ha raccolto i primi risultati ottenuti dal progetto di ricerca PRIN 2022 intitolato "*Fostering sustainability mindset: how non-financial disclosure and corporate risk assessment may drive ESG value-creation*" e sviluppato da ricercatori appartenenti alle Università Ca' Foscari Venezia, di Firenze, Genova e Torino.

Le ricerche qui contenute hanno affrontato il tema della rendicontazione di sostenibilità nelle imprese europee, alla luce delle recenti evoluzioni normative promosse dall'Unione Europea, secondo diverse prospettive di analisi, quali:

- la qualità della *disclosure* di sostenibilità e la relazione tra la qualità della *disclosure* e la *performance* di sostenibilità;
- le connessioni tra la *disclosure* di sostenibilità e l'informativa di bilancio, e la relazione tra le tecniche di *impression management* e *earnings management* nell'informativa contabile da un lato e la *disclosure* e le misure di *performance* di sostenibilità dall'altro;
- l'integrazione delle pratiche di sostenibilità nella rendicontazione delle informazioni sul modello di business e sui processi di creazione del valore;
- la comunicazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* (rischi ESG) nei bilanci delle imprese europee e la sua evoluzione nel tempo.

Coerentemente con le prospettive di analisi, il volume si è articolato in quattro capitoli.

La ricerca oggetto del primo capitolo si è posta un duplice obiettivo. In primo luogo, quello di analizzare la qualità della *disclosure* di sostenibilità secondo i criteri, tratti dalla letteratura, di rilevanza, rappresentazione fedele, comparabilità, verificabilità e accessibilità, attraverso lo sviluppo di uno *score* della qualità. In seconda istanza, ha esaminato l'associazione tra la qualità della *disclosure* e la *performance* di sostenibilità. Le analisi si sono basate su informazioni raccolte dai bilanci 2022 e 2023 di un campione di 245 imprese di diversi settori

[1] Le considerazioni conclusive sono frutto del lavoro congiunto di Laura Bini, Donatella Busso, Chiara Mio e Alberto Quagli.

incluse nell'indice STOXX Europe 600 e, per quanto riguarda la *performance*, dal database LSEG Data & Analytics.

Le statistiche descrittive mostrano un miglioramento della qualità della *disclosure* nel 2023 rispetto al 2022, e suggeriscono una crescente attenzione da parte delle imprese nel comunicare le proprie pratiche di sostenibilità. Una tendenza, questa, che nell'interpretazione degli autori è attribuibile sia alla pressione normativa sia a quella degli *stakeholder*, e indicativa di una maggiore consapevolezza dell'importanza della rendicontazione di sostenibilità. Tra le diverse dimensioni della qualità della *disclosure* analizzate, la rappresentazione fedele emerge come la più sviluppata, evidenziando una buona precisione delle informazioni divulgate, anche se l'utilizzo di strumenti visivi rimane limitato. Comparabilità e verificabilità mostrano anch'esse valori elevati, mentre la rilevanza presenta invece i punteggi più bassi, probabilmente per la mancata adozione generalizzata del principio di doppia materialità, che diventerà obbligatorio dal 2025. Anche l'accessibilità appare come ancora migliorabile, data la dispersione delle informazioni su più documenti.

L'analisi econometrica della relazione tra la qualità della *disclosure* e la *performance* di sostenibilità evidenzia un effetto positivo, seppur marginalmente significativo, della prima sulla seconda. Alla luce di questo risultato la qualità della *disclosure* è interpretabile come una determinante di una migliore *performance* di sostenibilità, e tuttavia va sottolineato come quest'ultima sia influenzata anche da fattori strutturali come la dimensione aziendale, la *governance* e il settore di appartenenza.

Nel complesso, la ricerca suggerisce che il miglioramento della qualità della *disclosure* di sostenibilità sembra rappresentare una strategia per rafforzare la legittimità aziendale in risposta a pressioni istituzionali e normative, come la CSRD. Quest'ultima agisce come meccanismo di isomorfismo coercitivo, imponendo pratiche di rendicontazione più chiare e standardizzate, spingendo verso un miglioramento della rilevanza e dell'accessibilità dell'informativa di sostenibilità.

Quale implicazione per le imprese, questa ricerca fornisce un riferimento utile per comprendere le caratteristiche che definiscono la qualità della *disclosure* di sostenibilità, offrendo strumenti concettuali e operativi per adeguarsi alle normative e rispondere alle richieste di trasparenza degli *stakeholder*. Una *disclosure* di qualità, infatti, aumenta la trasparenza, riduce l'asimmetria informativa e rafforza la fiducia degli *stakeholder*. Tuttavia, la comunicazione deve essere supportata da scelte aziendali in grado di produrre risultati concreti. In riferimento invece agli investitori, essi possono utilizzare la qualità della *disclosure* di sostenibilità come criterio di allocazione dei capitali, influenzando anche la continuità aziendale e il *rating* bancario. In un contesto europeo sempre

più attento alla sostenibilità, le imprese sono chiamate a integrare solidamente le tematiche ESG nelle strategie operative, andando oltre la semplice conformità normativa verso la creazione di valore sostenibile nel lungo termine.

Il secondo capitolo si è concentrato sulle connessioni tra l'informativa di sostenibilità obbligatoria per le imprese europee e l'informativa di bilancio, proponendo un'analisi empirica condotta al fine di valutare se l'atteggiamento opportunistico basato su tecniche di *impression management* ed *earnings management* da parte delle imprese trovi riflesso anche nella *disclosure* e nella *performance* di sostenibilità. L'analisi è stata sviluppata sui bilanci 2023 di un campione di 253 imprese europee di diversi settori non-finanziari incluse nell'indice STOXX Europe 600. In particolare, essa ha considerato l'*impression management* presente nelle lettere agli azionisti e sull'*earnings management* di tipo *accrual* e *real* nei dati di bilancio, attraverso l'uso di misurazioni e analisi quantitative dei fenomeni consolidate in letteratura. In particolare, i comportamenti opportunistici nei bilanci 2023 delle imprese del campione sono stati analizzati congiuntamente alla qualità della loro *disclosure* di sostenibilità (come misurata nel Capitolo 1 di questo volume) e alla *performance* di sostenibilità (misurata dall'indicatore *ESG score* fornito da Refinitiv Datastream).

Con riferimento alle politiche di *earnings management* e alla qualità dell'informativa di sostenibilità, i risultati suggeriscono una certa disconnessione tra le politiche contabili e le prassi adottate per la *disclosure* di sostenibilità. Nello specifico, non sono state riscontrate differenze tra i tipi di strategie di manipolazione contabile al variare della qualità dell'informativa di sostenibilità. Ciò indicherebbe che le imprese esaminate non considerano la qualità dell'informativa di sostenibilità come un mezzo per legittimarsi a fronte di pratiche di manipolazione degli utili più aggressive.

In merito alle politiche di *earnings management* e alla *performance* di sostenibilità, i risultati suggeriscono invece la presenza di un gruppo di aziende al contempo più virtuose dal punto di vista della *performance* di sostenibilità, e propense all'adozione di politiche di bilancio ispirate a maggior prudenza. Le imprese caratterizzate da politiche contabili meno aggressive e più prudenti mostrano infatti anche una migliore *performance* di sostenibilità. Questo gruppo di imprese sembrerebbe "più responsabile" sia con riferimento alla *performance* di sostenibilità sia con riferimento ai comportamenti contabili. Al contrario, sono numerose le imprese che presentano ridotti livelli di *performance* di sostenibilità e al contempo sono caratterizzate da una propensione a politiche di manipolazione contabile più aggressiva.

Per quanto riguarda invece la relazione tra le politiche di *impression management* nell'ambito della lettera agli azionisti e la qualità dell'informativa di sostenibilità, i risultati ottenuti suggeriscono una disconnessione tra le politiche

adottate dal management nella comunicazione finanziaria e le direttrici della *disclosure* di sostenibilità. La ricerca non ha infatti evidenziato relazioni tra le strategie di *impression management* e la qualità della *disclosure* di sostenibilità, né relazioni tra le strategie di *impression management* e la *performance* di sostenibilità.

Nel complesso, le analisi presentate nel secondo capitolo permettono di concludere come nei bilanci 2023 delle principali società europee non vi sia ancora uno stretto collegamento tra la tipica informativa presente nel fascicolo di bilancio e le informazioni di sostenibilità. Il grado di *connectivity* richiesto dagli organismi europei è piuttosto limitato e non risulta una chiara correlazione tra il grado di atteggiamento opportunistico nell'*impression* e nell'*earnings management* da un lato e il grado di *disclosure* e di *performance* di sostenibilità dall'altro.

Future ricerche potrebbero studiare queste relazioni, dopo che le informative di sostenibilità saranno redatte con gli standard europei predisposti dall'EFRAG e il *management* delle imprese prenderà progressiva dimestichezza con l'informativa di sostenibilità.

Il terzo capitolo si è soffermato sul ruolo della sostenibilità nei processi di creazione di valore da parte delle imprese e sull'importanza di una rendicontazione integrata che colleghi le pratiche di sostenibilità al modello di business. Include una ricerca che ha investigato, tramite un'analisi empirica su un campione di 240 imprese di diversi settori tratte dall'indice STOXX Europe 600, il livello di integrazione della comunicazione di sostenibilità rispetto ai processi di creazione di valore connessi al modello di business.

I risultati ottenuti hanno permesso di mostrare come soltanto una minoranza di imprese abbia comunicato l'avvio di percorsi volti a integrare aspetti ambientali e sociali nei propri processi di creazione del valore. Le grandi imprese europee, pur soggette da tempo (dalla NFRD in poi) a obblighi di rendicontazione di sostenibilità, sembrano concentrarsi principalmente sull'integrazione della sostenibilità nei sistemi di monitoraggio e controllo, privilegiando i temi ambientali rispetto a quelli sociali. La ricerca evidenzia inoltre significative differenze nelle pratiche di comunicazione di sostenibilità. La maggior parte delle iniziative di comunicazione da parte delle imprese si concentra sul tema climatico, favorito dalla certezza dei ritorni sugli investimenti in materia di riduzione dei consumi di energia e dalle maggiori capacità di misurazione, mentre l'integrazione di temi sociali resta marginale. Soltanto un numero ridotto di imprese ha valorizzato aspetti come la forza lavoro propria, mentre temi come i lavoratori della catena del valore o le comunità interessate sono considerati e misurati raramente.

Entrambi questi risultati riflettono, oltre alla difficoltà di misurazione, la complessità di un vero ripensamento del modello di business, che richiede tempi lunghi per realizzarsi.

Un ulteriore elemento di interesse emerso dalla ricerca è che l'informativa resa dalle imprese mira soprattutto a far emergere i *value driver* in relazione a uno specifico *building block* del modello di business che guarda all'esterno dell'impresa, ovvero il Prodotto/servizio offerto, mentre molto più raramente si descrivono *value driver* che chiamano in causa ambiti interni di "Gestione delle infrastrutture". Tale scelta potrebbe essere volta a concentrare la comunicazione di sostenibilità su aspetti più percepibili ai soggetti esterni al fine di massimizzarne l'efficacia. Inoltre, è verosimile che i *value driver* che riguardano la gestione interna dei processi includano informazioni sensibili che l'impresa non intende divulgare.

Futuri sviluppi della ricerca potrebbero approfondire quali *building block* del modello di business risultano maggiormente coinvolti nei processi di adeguamento nella direzione della sostenibilità e in che modo tali elementi vengono incorporati nella rendicontazione aziendale.

Il capitolo propone anche un confronto tra diversi paesi europei, in base al quale le imprese italiane emergono come quelle più virtuose sotto il profilo dell'integrazione della comunicazione di sostenibilità, sia riguardo i *value driver* ambientali e sociali del modello di business, sia in tema di numero di KPI rendicontati. Per contro altri paesi, quali la Norvegia e la Danimarca, presentano un minor numero di imprese impegnate a offrire una rendicontazione integrata. Questo risultato, in controtendenza rispetto alla tradizionale immagine di virtuosità attribuita ai paesi scandinavi, suggerisce la necessità di ulteriori approfondimenti. Futuri sviluppi della ricerca potrebbero esplorare i fattori alla base di tali differenze, considerando in particolare l'influenza delle variabili istituzionali e di contesto.

Infine, il quarto capitolo ha approfondito il tema della comunicazione dei rischi ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei bilanci delle imprese europee. In particolare, la ricerca svolta ha avuto l'obiettivo di studiare, attraverso un'analisi empirica, gli effetti della NFRD sulla comunicazione dei rischi ESG, anche al fine di valutare l'evoluzione nel tempo delle pratiche di rendicontazione riguardanti questo tipo di rischi. L'analisi si è focalizzata su un campione di 243 imprese di diversi settori incluse nell'indice STOXX Europe 600 e sottoposte alla citata Direttiva, considerando i bilanci degli esercizi 2016, 2017, 2019 e 2023.

I risultati hanno messo in luce un netto aumento della quantità di informazioni sui rischi ESG comunicate dalle imprese a seguito dell'introduzione della Direttiva, sia in termini assoluti sia relativi, e permettono di ipotizzare che la NFRD possa aver influenzato positivamente le pratiche di rendicontazione dei rischi ESG delle imprese europee. Tali risultati appaiono particolarmente evidenti se l'orizzonte temporale considerato si estende fino ad includere esercizi contabili quanto più recenti possibile.

Tra le categorie di rischio, i rischi ambientali risultano i più frequentemente riportati, seguiti dai rischi sociali e legati al personale. L'analisi ha inoltre rivelato differenze settoriali e geografiche nella comunicazione dei rischi.

Un dato particolarmente significativo è il miglioramento qualitativo della *disclosure*, con una progressiva riduzione delle comunicazioni "*boilerplate*", ossia più generiche e meno dettagliate, e al contrario una crescente attenzione a rischi specifici. Nel complesso, è stata osservata una maggiore precisione della comunicazione riferita a specifiche categorie di rischi ESG. Questa tendenza verso una rendicontazione più precisa e dettagliata è in linea con quanto discusso nel Capitolo 1 del volume, il quale sottolinea l'importanza della qualità della *disclosure* nel rafforzare la trasparenza, ridurre l'asimmetria informativa e accrescere la fiducia degli *stakeholder*. La qualità della *disclosure* dei rischi ESG emerge, inoltre, come un criterio cruciale per l'allocazione dei capitali, la continuità aziendale (*going concern*) e l'attribuzione del *rating* bancario.

Inoltre, l'analisi dei *trend* ha fatto emergere anche un aumento maggiore di *disclosure*, nel tempo, per i rischi ambientali (in particolare nel lungo periodo). In generale, la comunicazione dei rischi relativi ai diritti umani e alla corruzione è aumentata, mentre la comunicazione dei rischi sociali ha subito una riduzione (in termini relativi).

Future ricerche potrebbero consentire di validare i risultati inerenti all'effetto positivo della NFRD sull'aumento della quantità e della qualità (in termini di precisione) della comunicazione dei rischi ESG attraverso strumenti di statistica multivariata e a investigare potenziali altri *driver* della maggiore e/o migliore comunicazione di questi rischi. Tra i *driver* potenziali, a titolo di esempio potrebbero rientrare le pressioni da parte degli *stakeholder*, l'utilizzo di sistemi incentivanti da parte delle imprese e fattori di *governance*.

Bibliografia

Introduzione

AKBAS, F., MARKOV, S., SUBASI, M. & WEISBROD, E. (2018), "Determinants and consequences of information processing delay: evidence from the Thomson Reuters institutional brokers' estimate system", in *Journal of Financial Economics*, 127(2), pp. 366-388.

BERNOW, S., GODSALL, J., KLEMPNER, B., & MERTEN, C. (2019), *More than values: The value-based sustainability reporting that investors want*, McKinsey and Company.

BINI, L., & BELLUCCI, M. (2020), *Integrated Sustainability Reporting Linking Environmental and Social Information to Value Creation Processes*, Springer, Cham.

BINI, L., BELLUCCI, M., & GIUNTA, F. (2016), "Put your money where your mouth is: the differ-ence between real commitment to sustainability and mere rhetoric", in *Financial Reporting*, 2/2016, pp. 5-31.

BUSSO D., FIANDRINO S., DEVALLE A., & CANTINO V. (2019), "The level of compliance with the Italian Legislative Decree No. 254/2016 and its determinants: Insights from Italy", in *Financial Reporting*, 1/2019, pp. 113-143.

DEVALLE, A., GROMIS DI TRANA, M., FIANDRINO, S., & VRONTIS, D. (2021), "Integrated thinking rolls! Stakeholder engagement actions translate integrated thinking into practice", in *Meditari Accountancy Research*, 29(4), pp. 943-965.

FIECHTER, P., HITZ, J.M., & LEHMANN, N. (2022), "Real effects of a widespread CSR reporting mandate: Evidence from the European Union's CSR Directive", *in Journal of Accounting Research*, 60(4), pp. 1499-1549.

GREWAL, J., RIEDL, E.J., & SERAFEIM, G. (2019), "Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure", in *Management Science*, 65(7), pp. 3061-3084.

MERKL-DAVIES, D.M., BRENNAN, N.M., & MCLEAY, S.J. (2011), "Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), pp. 315-344.

MIO, C., FASAN, M., MARCON, C., & PANFILO, S. (2021), "Carrot or stick? An empirical analysis of the different implementation strategies of the EU directive on

nonfinancial infor-mation across Europe", in *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 28(6), pp. 1591-1605.

MIO, C., FASAN, M., MARCON, C., & PANFILO, S. (2020), "The predictive ability of legitimacy and agency theory after the implementation of the EU directive on non-financial information", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), pp. 2465-2476.

QUAGLI, A., AVALLONE, F., RAMASSA, P., & DI FABIO, C. (2021), "Someone else's problem? The IFRS enforcement field in Europe", in *Accounting and Business Research*, 51(3), pp. 246-270.

SIMONI, L., BINI, L., & BELLUCCI, M. (2020), "Effects of social, environmental, and institutional factors on sustainability report assurance: evidence from European countries", in *Meditari Accountancy Research*, 28(6), pp. 1059-1087.

Capitolo 1

AL-TUWAIJRI, S., CHRISTENSEN, T., & HUGHES, K. (2004), "The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach", in *Accounting, Organizations and Society*, 29, pp. 447-471.

ALI, I., FUKOFUKA, P.T., & NARAYAN, A.K. (2023), "Critical reflections on sustainability reporting standard setting", in *Sustainability, Accounting, Management and Policy Journal*, 14(4), pp. 776-791.

AURELI, S., MAGNAGHI, E., & SALVATORI, F. (2018), "The transposition of the non-financial reporting directive in the UK, France and Italy", in Sy*mphonya Emerging Issues in Management,* 1, pp. 48-67.

AURELI, S., MAGNAGHI, E., & SALVATORI, F. (2019), "The role of existing regulation and discretion in harmonising non-financial disclosure", in *Accounting in Europe*, 16(3), pp. 290-312.

BAALOUCH, F., AYADI, S.D., & HUSSAINEY, K. (2019), "A study of environmental disclosure quality: evidence from French listed companies", in *Journal of Management and Governance*, 23(4), pp. 939-971.

BARTOLACCI, F., BELLUCCI, M., CORSI, K., & SOVERCHIA, M. (2022), "A systematic literature review of theories underpinning sustainability reporting in non-financial disclosure", in *Non-financial Disclosure and Integrated Reporting*, pp. 87-113.

BASSYOUNY, H., ABDELFATTAH, T., & TAO, L. (2020), "Beyond narrative disclosure tone: The upper echelons theory perspective", in *International Review of Financial Analysis*, 70, 101499.

BAUMÜLLER, J., & SOPP, K. (2021), "Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 8-28.

BECK, A., CAMPBELL, D., & SHRIVES, P. (2010), "Content analysis in environmental reporting research: Enrichment and rehearsal of the method in a British-German context", in *The British Accounting Review*, 42, pp. 207-222.

BERETTA, S., & BOZZOLAN, S. (2008), "Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure", in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(3).

BERETTA, V., DEMARTINI, M.C., LICO, L., & TRUCCO, S., (2021), "A tone analysis of the non-financial disclosure in the automotive industry", in *Sustainability*, 13, 2132.

BERKMAN, H., JONA, J., & SODERSTROM, N. (2024), "Firm-specific climate risk and market valuation", in *Accounting, Organizations and Society*, 112, 101547.

BERNARDINI, E., FANARI, M., FOSCOLO, E., & RUGGIERO, F. (2024), "Environmental data and scores: Lost in translation", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(5), pp. 4796-4818.

BRAMMER, S., & PAVELIN, S. (2008), "Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure", in *Business Strategy and the Environment*, 17(2), pp 120-136.

BUSSO D., FIANDRINO S., DEVALLE A., & CANTINO V. (2019), "The level of compliance with the Italian Legislative Decree No. 254/2016 and its determinants: Insights from Italy", in *Financial Reporting*, 1/2019, pp. 113-143.

CAMILLERI, M.A. (2015), "Environmental, social and governance disclosures in Europe", in *Sustainability, Accounting, Management and Policy Journal*, 6(2), pp. 224-242.

CARUNGU, J., DI PIETRA, R., & MOLINARI, M. (2021), "Mandatory vs voluntary exercise on non-financial reporting: does a normative/coercive isomorphism facilitate an increase in quality?", in *Meditari Accountancy Research,* 29(3), pp. 449-476.

CHAMPAGNE, C., COGGINS, F., & SODJAHIN, A. (2022), "Can extra-financial ratings serve as an indicator of ESG risk?", in *Global Finance Journal*, 54, 100638.

CHIBA, S., TALBOT, D., & BOIRAL, O. (2018), "Sustainability adrift: An evaluation of the credibility of sustainability information disclosed by public organizations", in *Accounting Forum,* 42 (4), pp. 328-340.

CLARKSON, P.M., LI, Y., RICHARDSON, G.D., & VASVARI, F.P. (2008), "Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis", in *Accounting, Organisation and Society,* 33 (4-5), pp. 303-327.

CORMIER, D., MAGNAN, M., & VAN VELTHOVEN, B. (2005), "Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions?", in *European Accounting Review*, 14(1), pp. 3-39.

DEEGAN, C., RANKIN, M. & TOBIN, J. (2002), "An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), pp. 312-343.

DEVALLE, A., & CISI, M. (2024), *La rendicontazione di sostenibilità nel bilancio delle imprese. Le informazioni ESG (Environmental, Social e Governance) tra principi GRI e ESRS*, Eutekne.

DEVALLE A. & LA BARBERA G. (2025), *Gli standard trasversali di sostenibilità ESRS 1 e 2. Doppia materialità, impatti e catena del valore nella disclosure ESG*, Eutekne.

DRAGOMIR, V.D., DUMITRU, M., CHERSAN, I.C., GORGAN, C., & PĂUNESCU, M. (2024), "Double Materiality Disclosure as an Emerging Practice: The Assessment Process, Impacts, Risks, and Opportunities", in *Accounting in Europe*, pp. 1-38.

ERKENS, M., PAUGAM, L., & STOLOWY, H. (2015), "Non-financial information: State of the art and research perspectives based on a bibliometric study", in *Comptabilité Contrôle Audit*, 21(3), pp. 15-92.

FIANDRINO, S., GROMIS DI TRANA, M., TONELLI, A., & LUCCHESE, A. (2022), "The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 274-300.

FONTANA, S., D'AMICO, E., COLUCCIA, D., & SOLIMENE, S. (2015), "Does environmental performance affect companies' environmental disclosure?", in *Measuring Business Excellence*, 19(3), pp. 42-57.

FREEMAN R.E., HARRISON J.S., WICKS A.C., PARMAR B.L., & DE COLLE S. (2010), *Stakeholder theory: The state of the art*, Cambridge University Press.

GERWANSKI, J., KORDSACHIA, O., & VELTE, P. (2019), "Determinants of materiality disclosure quality in integrated reporting: Empirical evidence from an international setting", in *Business Strategy and the Environment*, 28(5), pp. 750-770.

GILLAN, S.L., KOCH, A., & STARKS, L.T. (2021), "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance", in *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.

HAQUE, F., & NTIM, C.G. (2018), "Environmental policy, sustainable development, governance mechanisms and environmental performance", in *Business Strategy and the Environment*, 27(3), pp. 415-435.

HELFAYA, A., & WHITTINGTON, M. (2019), "Does designing environmental sustainability disclosure quality measures make a difference?", in *Business Strategy and the Environment*, 28(4), pp. 525-541.

HELFAYA, A., WHITTINGTON, M., & ALAWATTAGE, C. (2018), "Exploring the quality of corporate environmental reporting: Surveying preparers' and users' perceptions", in *Accounting, Auditing and Accountability Journal*.

HRASKY, S. (2012), "Visual disclosure strategies adopted by more and less sustainability-driven companies", in *Accounting Forum* 36, 3, pp. 154-165.

HUANG, X.B. & WATSON, L. (2015), "Corporate social responsibility research in accounting", in *Journal of Accounting Literature*, 34, pp. 1-16.

JENSEN, M.C., & MECKLING, W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

JI, J., PENG, H., SUN, H., & XU, H. (2021), "Board tenure diversity, culture and firm risk: Cross-country evidence", in Jo*urnal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101276.

KALU, J.U., BUANG, A., & ALIAGHA, G.U. (2016), "Determinants of voluntary carbon disclosure in the corporate real estate sector of Malaysia", in J*ournal of environmental management*, 182, pp. 519-524.

KHANDELWAL, C., KUMAR, S., & VERMA, D. (2021), "Exploring financial risks disclosure: evidence from Indian listed companies", in *Qualitative research in financial markets,* 13(5), pp. 549-579.

KIM, Y., LI, H., & LI, S. (2014), "Corporate social responsibility and stock price crash risk", in *Journal of Banking & Finance*, 43(1), pp. 1-13.

KORCA, B., COSTA, E., & FARNETI, F. (2021), "From voluntary to mandatory non-financial disclosure following Directive 2014/95/EU: An Italian case study", in *Accounting in Europe*, 18(3), pp. 353-377.

KOULOUKOUI, D., DE OLIVEIRA MARINHO, M.M., DA SILVA GOMES, S.M., KIPERSTOK, A., & TORRES, E.A. (2019), "Corporate climate risk management and the implementation of climate projects by the world's largest emitters", in J*ournal of Cleaner Production*, 238, 117935.

KRIPPENDORFF, K. (2004), *Content analysis: An introduction to its methodology (2nd ed*.), London: SAGE Publications.

LARCKER, D.F., POMORSKI, L., TAYAN, B., & WATTS, E.M. (2022), "ESG ratings: A Compass without direction", in Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming.

LEE, K.H. (2017), "Does size matter? Evaluating corporate environmental disclosure in the Australian mining and metal industry: A combined approach of quantity and quality measurement", in *Business Strategy and the Environment*, 26(2), pp. 209-223.

LI, L., SAAT, M.M., KHATIB, S.F.A., CHU, P., & SULIMANY, H.G.H. (2024), "Navigating the impact: A comprehensive analysis of ESG disclosure consequences through systematic re-view", in *Business Strategy & Development*, 7(2), e382.

LI, R., WU, H., ZHANG Y., & LI, H. (2024), "Strategic tone management in ESG reports and ESG risk", in *International Review of Financial Analysis*, 96, 103618.

LOUGHRAN, T., & B. MCDONALD (2016), "Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey", in *Journal of Accounting Research*, 54, pp. 1187-230.

LSEG (2024), "Environmental, Social and Governance scores from LSEG", in https://www.lseg.com/content/dam/data-analytics/en_us/documents/methodology/lseg-esg-scores-methodology.pdf.

MANITA, R., BRUNA, M.G., DANG, R., & HOUANTI, L. (2018), "Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the USA", in *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), pp. 206-224.

MICHELON, G., PILONATO, S., & RICCERI, F. (2015), "CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis", in *Critical perspectives on accounting,* 33, pp. 59-78.

MIO, C., FASAN, M., SCARPA, F., COSTANTINI, A., & FITZPATRICK, A.C. (2024), "Unveiling the consequences of ESG rating disagreement: an empirical analysis of the impact on the cost of equity capital", in *Accounting in Europe*, pp. 1-24.

O'DONOVAN, G. (2002), "Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory", in *Accounting, Auditing & Ac-countability Journal*, 15(3), pp. 344-371.

PANFILO, S., & KRASODOMSKA, J. (2022), "Climate change risk disclosure in Europe: The role of cultural-cognitive, regulative, and normative factors", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 226-253.

PAPADOPOULOS, G. (2022), "Discrepancies in corporate ghg emissions data and their impact on firm performance assessment", in *Technical report*, Joint Research Centre, European Commission.

PESCI, C., & COSTA, E. (2014), "Content analysis of social and environmental reports of Italian cooperative banks: Methodological issues", in *Social and Environmental Accountability Journal,* 34(3), pp. 157-171.

POSADAS, S.C., RUIZ-BLANCO, S., FERNANDEZ-FEIJOO, B., & TARQUINIO, L. (2023), "Institu-tional isomorphism under the test of Non-financial Reporting Directive. Evidence from Italy and Spain", in *Meditari Accountancy Research*, 31(7), pp. 26-48.

RAHMAN, R.A., ALSAYEGH, M.F., RAHMAN, A., RASHIDAH, M., & FAISAL, A. (2021), "Determinants of corporate environment, social and governance (ESG) reporting among Asian firms", in *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 167.

RIZZATO, F., TONELLI, A., FIANDRINO, S., & DEVALLE, A. (2024), "Analysing SDG disclosure and its impact on integrated thinking and reporting", in *Meditari Accountancy Research,* 32(3), pp. 803-831.

ROSSETTO, S., SELMANE, N., & STAGLIANÒ, R. (2023), "Ownership concentration and firm risk: The moderating role of mid-sized blockholders", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 50, pp. 377-410.

ROY, A., & MUKHERJEE, P. (2022), "Does national culture influence corporate ESG disclosures? In Evidence from cross-country study", in *Vision*.

SALAMA, A., DIXON, R., & HABBASH, M. (2012), "An examination of environmental disclosure in UK corporate annual reports", in *Journal of Accounting, Business & Management*, 19(1), pp. 19-42.

SANTAMARIA, R., PAOLONE, F., CUCARI, N., & DEZI, L. (2021), "Non-financial strategy disclosure and environmental, social and governance score: insight from a configurational approach", in *Business Strategy and the Environment*, 30(4), pp. 1993-2007.

SEOW, R.Y.C. (2024), "Determinants of environmental, social, and governance disclosure: A systematic literature review", in *Business Strategy and the Environment*, 33(3), pp. 2314-2330.

SNYDER, H. (2019), "Literature review as a research methodology: An overview and guidelines", in *Journal of Business Research*, 104, pp. 333-339.

STOXX EUROPE 600 (2024), "Benchmark Indices – Stoxx Europe 600", in https://stoxx.com/index/sxxr/?factsheet=true&d=2024-12.

STOXX EUROPE 600 (2024), "Liquid Access to the European Equity Market", in https://www.stoxx.com/document/Others/marketing/STOXX%20EUROPE%20600%20Brochure.pdf.

STUART, A.C., FULLER, S.H., HERON, N.M., & RILEY, T.J. (2022), "Defining CSR disclosure quality: a review and synthesis of the accounting literature", in *Journal of Accounting Literature*, 45(1), pp. 1-47.

SUCHMAN, M.C. (1995), "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches", in *Academy of Management Review*, 20(3), pp. 571-610.

TARQUINIO, L., & POSADAS, S.C. (2020, "Exploring the term 'non-financial information': An academics'view", in *Meditari Accountancy Research*, 28(5), pp. 727-749.

TRANFIELD, D., DENYER, D., SMART, P. (2003), "Towards a methodology for developing evidence informed management knowledge by means of systematic review", in *British Journal of Management*, 14(3), pp. 207-222.

TSANG, A., FROST, T., & CAO, H. (2023), "Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review", in *The British Accounting Review*, 55(1), 101149.

VAN STADEN, C., & HOOKS, J. (2007), "A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness", in *The British Accounting Review*, 39, pp. 197-210.

VELTE, P. (2023), "Does sustainable board governance drive corporate social responsibility? A structured literature review on European archival research.", in *Journal of Global Responsibility*, 14(1), pp. 46-88.

VELTRI, S., CRISTIANO, E., & FERRARO, O. (2023), "Examining the quality of the consolidated mandatory non-financial statements of a cooperative banking group: A longitudinal analysis", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), pp. 1573-1587.

WANG, Y., LIN, Y., FU, X., & CHEN, S. (2023), "Institutional ownership heterogeneity and ESG performance: Evidence from China", in *Finance Research Letters*, 51, 103448.

WEI, L., & CHENGSHU, W. (2024), "Company ESG performance and institutional investor ownership preferences", in *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 33(3), pp. 287-307.

WOOLF, N.H., & SILVER, C. (2018), *Qualitative Analysis Using NVivo – the Five-Level QDA Model*, Routledge.

WUKICH, J.J., NEUMAN, E.L. & FOGARTY, T.J. (2024), "Show me? Inspire me? Make me? An institutional theory exploration of social and environmental reporting practices", in *Journal of Accounting & Organizational Change*, 20 (4), pp. 673-701.

XIE, J., NOZAWA, W., YAGI, M., FUJII, H., & MANAGI, S. (2019), "Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?", in *Business Strategy and the Environment*, 28(2), pp. 286-300.

YANG, X., MENG, W., & CHEN, S. (2025), "Do images help? The impact of proenvironment photographs and graphs in environmental disclosures on investor perceptions and willingness to invest", in *Business Strategy and the Environment*.

ZAHLLER, K., ARNOLD, V., & ROBERTS, R.W. (2015), "Using CSR disclosure quality to develop social resilience to exogenous shocks: a test of investor perceptions", in *Behavioral Research in Accounting*, 27(2), pp. 155-177.

Capitolo 2

ABAD, D., CUTILLAS-GOMARIZ, M.F., SÁNCHEZ-BALLESTA, J.P., & YAGÜE, J. (2018), "Real earnings management and information asymmetry in the equity market", *European Accounting Review*, 27(2), pp. 209-235.

AERTS, W., & YAN, B. (2017), "Rhetorical impression management in the letter to shareholders and institutional setting: A metadiscourse perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(2), pp. 404-432.

ALESSI, L., COJOIANU, T., HOEPNER, A.G., & MICHELON, G. (2024), "Accounting for the EU Green Taxonomy: exploring its concept, data and analytics", in *Accounting Forum*, 48(3), pp. 365-373.

ALSAADI, A., EBRAHIM, M.S., & JAAFAR, A. (2017), "Corporate social responsibility, Shariah-compliance, and earnings quality", in *Journal of Financial Services Research*, 51, pp. 169-194.

ALZOUBI, E.S.S. (2018), "Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan", in *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 30, pp. 69-84.

AMERNIC. J., & CRAIG, R. (2006), *CEO-speak: The language of corporate leadership*, McGill-Queen'' Press-MQUP, Montreal.

ANAGNOSTOPOULOU, S.C., & TSEKREKOS, A.E. (2017), "The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management", in *Accounting and Business Research*, 47(2), pp. 191-236.

BARKEMEYER, R., COMYNS, B., FIGGE, F., & NAPOLITANO, G. (2014), "CEO statements in sustainability reports: Substantive information or background noise?", in *Accounting Forum*, 38(4), pp. 241-257.

BAYNE, L. (2022), "Understanding reporting boundaries in annual reports: a conceptual framework", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(5), pp. 1316-1348.

BEATTIE, V., & JONES, M. (1999), "Australian financial graphs: An empirical study", in *Abacus*, 35(1), pp. 46-76.

BERESKIN, F.L., HSU, P.H., & ROTENBERG, W. (2018), "The real effects of real earnings management: Evidence from innovation", in *Contemporary Accounting Research*, 35(1), pp. 525-557.

BOZZOLAN, S., GIORNETTI, A., MATTEI, M., & MICHELON, G. (2019), "Signing the letter to shareholders: Does the Signatory's role relate to impression management?", in *Financial Reporting*, (1), pp.37-82.

BRENNAN, N.M., GUILLAMON-SAORIN, E., & PIERCE, A. (2009), "Methodological Insights: Impression management. Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures-a methodological note", in *Accounting, Auditing & Accountability*, 22(5), pp. 789-832.

BRENNAN, N.M., & MERKL-DAVIES, D.M. (2013), "Accounting Narratives and Impression Management" in L. Jack, J. Davison, R. Craig (Eds), *The Routledge Companion to Accounting Communication*, Routledge, pp. 109-132.

BURGSTAHLER, D., & DICHEV, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", in *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp. 99-126.

BUSHEE, B.J. (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", in *The Accounting Review*, pp. 305-333.

CHENG, Q., LEE, J., & SHEVLIN, T. (2016), "Internal governance and real earnings management", in *The Accounting Review*, 91(4), pp. 1051-1085.

CHI, W., LISIC, L.L., & PEVZNER, M. (2011), "Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?", in *Accounting Horizons*, 25(2), pp. 315-335.

CHO, E., & CHUN, S. (2016), "Corporate social responsibility, real activities earnings management, and corporate governance: evidence from Korea", in *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), pp. 400-431.

CLATWORTHY, M.A., & JONES, M.J. (2001), "The effect of thematic structure on the variability of annual report readability", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3), pp. 311-326.

CLATWORTHY, M.A., & JONES, M.J. (2003), "Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives", in *Accounting and Business Research*, 33 (3), pp. 171-185.

CLATWORTHY, M.A., & JONES, M.J. (2006), "Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), pp. 493-511.

COHEN, D.A., & ZAROWIN, P. (2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings", in *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.

COHEN, D.A., DEY, A., & LYS, T.Z. (2008), "Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods", in *The Accounting Review*, 83(3), pp. 757-787.

COLES, J.L., HERTZEL, M., & KALPATHY, S. (2006), "Earnings management around employee stock option reissues", in *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), pp. 173-200.

CRAIG, R.J., & BRENNAN, N.M. (2012), "An exploration of the relationship between language choice in CEO letters to shareholders and corporate reputation", in *Accounting Forum*, 36(3), pp. 166-177.

DASKE, H., GEBHARDT, G., & MCLEAY, S. (2006), "The distribution of earnings relative to targets in the European Union", in *Accounting and Business Research*, 36(3), pp. 137-167.

DAVID, B., & GIORDANO-SPRING, S. (2022), "Connectivité entre le reporting financier et extra-financier: une exploration à travers la comptabilité 'climat'", in *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 28(4), pp. 21-50.

DAVISON, J. (2015), "Visualising accounting: An interdisciplinary review and synthesis", in *Accounting and Business Research*, 45(2), pp. 121-165.

DE FRANCO, G., HOPE, O.K., VYAS, D., & ZHOU, Y. (2015), "Analyst report readability", in *Contemporary Accounting Research*, 32, pp. 76-104.

DECHOW, P.M. (2023), "Understanding the Sustainability Reporting Landscape and Research Opportunities in Accounting", in *The Accounting Review*, 98(5), pp. 481-493.

DECHOW, P.M., & DICHEV, I.D. (2002), "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", in *The Accounting Review*, 77(1), pp. 35-59.

DECHOW, P.M., & SKINNER, D.J. (2000), "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", in *Accounting Horizons*, 14(2), pp. 235-250.

DECHOW, P.M., & SLOAN, R.G. (1991), "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation", in *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp. 51-89.

DECHOW, P.M., SLOAN, R.G., & SWEENEY, A.P. (1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", in *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp. 1-36.

DEGEORGE, F., PATEL, J., & ZECKHAUSER, R. (1999), "Earnings management to exceed thresholds", in *The Journal of Business*, 72(1), pp. 1-33.

DOUKAKIS, L.C. (2014), "The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), pp. 551-572.

DUMROSE, M., RINK, S., & ECKERT, J. (2022), "Disaggregating confusion? The EU taxonomy and its relation to ESG rating", in *Finance Research Letters*, 48.

EAA – EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION (2023). *Multi-stakeholder perspectives on connectivity* – Summary report – 26 May 2023.

EFRAG (2021), *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard setting – Final report*.

EFRAG (2023a), *Boundaries of FR and SR, elements of 'connectivity', and update on IFRS Foundation connectivity-related discussions – Issues Paper*. Paper 07-01 del 13 aprile.

EFRAG (2023b), *Identifying and developing examples related to different aspects of connectivity – Issues Paper*. Paper 05-01.

EFRAG (2024a), *Connectivity Principles – Issues Paper*, Paper 02-04 del 15 febbraio.

EFRAG (2024b), *Initial Paper Connectivity Project – connectivity considerations and boundaries of different annual report sections*.

ESMA (2023) *The Heat is On: Disclosures of Climate-Related Matters in the Financial Statements.* Report del 25 ottobre.

EWERT, R., & WAGENHOFER, A. (2005), "Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management", in *The Accounting Review*, 80(4), pp. 1101-1124.

FLESCH, R. (1948), "A new readability yardstick", in *Journal of applied psychology*, *32*(3), pp. 221-233.

FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P.M., & SCHIPPER K. (2004), "Costs of equity and earnings attributes", in *The Accounting Review*, 79(4), pp. 967-1010.

GARCIA OSMA, B., & GUILLAMON-SAORIN, E. (2011), "Corporate governance and impression management in annual results press releases", in *Accounting, Organization & Society*, 36(4-5), pp. 187-208.

GARGOURI, R.M., SHABOU, R., & FRANCOEUR, C. (2010), "The relationship between corporate social performance and earnings management", in *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration*, 27(4), pp. 320-334.

GONG, G., LOUIS, H., & SUN, A.X. (2008), "Earnings management and firm performance following open-market repurchases", in *The Journal of Finance*, 63(2), pp. 947-986.

GUNNY, K.A. (2010), "The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks", in *Contemporary Accounting Research*, 27(3), pp. 855-888.

HABIB, A., & HANSEN, J.C. (2008), "Target shooting: Review of earnings management around earnings benchmarks", in *Journal of Accounting Literature*, 27, pp. 25-70.

HAN, J.C., & WANG, S.W. (1998), "Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis", in *The Accounting Review*, pp. 103-117.

HEALY, P.M., &WAHLEN, J.M. (1999), "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", in *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.

HOOGHIEMSTRA, R. (2010), "Letters to the shareholders: A content analysis comparison of letters written by CEOs in the United States and Japan", in *International Journal of Accounting*, 45(3), pp. 275-300.

HUMMEL, K., & BAUERNHOFER, K. (2024), "Consequences of sustainability reporting mandates: evidence from the EU taxonomy regulation", in *Accounting Forum*, pp. 1-27.

IPINO, E., & PARBONETTI, A. (2017), "Mandatory IFRS adoption: The trade-off between accrual-based and real earnings management", in *Accounting and Business Research*, 47(1), pp. 91-121.

JONES, M.J. (2011), "The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting", in *Accounting Forum*, 35(2), pp. 35-79.

JONES, J.J. (1991), "Earnings management during import relief investigations", in *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.

KAPLAN, S.E., & POURCIAU, S. (1990), "An examination of the effect of the president's letter and stock advisory service information on financial decisions", in *Behavioral Research in Accounting*, 2, pp. 63-92.

KIM, J., & SOHN, B.C. (2013), "Real earnings management and cost of capital", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), pp. 518-543.

KIM, Y., PARK, M.S., & WIER, B. (2012), "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?", in *The Accounting Review*, 87(3), PP. 761-796.

KINCAID, J.P., FISHBURNE, R.P., ROGERS, R.L., & CHISSOM, B.S. (1975), Derivation of new readability formulas (automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula) for navy enlisted personnel, In *Technical report*, TN: Naval Technical Training, Memphis, TN: US Naval Air Station.

KLEIN, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", in *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp. 375-400.

LEUZ, C., NANDA, D., & WYSOCKI, P.D. (2003), "Earnings management and investor protection: An international comparison", in *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505-527.

LEVITT, A. (1998), *The Numbers Game*, Remarks of SEC Chairman Arthur Levitt at the New York University Center for Law and Business/New York University.

LI, F. (2008), "Annual report readability, current earnings, and earnings persistence", in *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp. 221-247.

LI, V. (2019), "The effect of real earnings management on the persistence and informativeness of earnings", in *The British Accounting Review*, 51(4), pp. 402-423.

MELLONI, G., CAGLIO, A., & PEREGO, P. (2017), "Saying more with less? Disclosure conciseness, completeness and balance in Integrated Reports", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 36 (3), pp. 220-238.

MERKL-DAVIES, D.M., BRENNAN, N.M., & MCLEAY, S.J. (2011), "Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives: A social psychology perspective", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(3), pp. 315-344.

MUTTAKIN, M., KHAN, A., & AZIM, M.I. (2015), "Corporate social responsibility disclosures and earnings quality: are they a reflection of managers' opportunistic behavior?", in *Managerial Auditing Journal*, 30(3), pp. 277-298.

NEU, D. (1991), "Trust, impression management and the public accounting profession", in *Critical Perspectives on Accounting*, 2(3), pp. 295-313.

NEU, D., WARSAME, H., & PEDWELL, K. (1998), "Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports", in *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), pp. 265-282.

NIPPER, M., OSTERMAIER, A., & THEIS, J. (2024), "Mandatory disclosure of standardized sustainability metrics: The case of the EU Taxonomy Regulation", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, pp. 1-20.

O'REILLY, S., GORMAN, L., MAC AN BHAIRD, C., & BRENNAN, N.M. (2024), "Implementing the European Union Green Taxonomy: implications for small-and medium-sized enterprises", in *Accounting Forum*, 48(3), pp. 401-426.

OZ, I.O., & YELKENCI, T. (2018), "Examination of real and accrual earnings management: A cross-country analysis of legal origin under IFRS", in *International Review of Financial Analysis*, 58, pp. 24-37.

PEASNELL, K.V., POPE, P.F., &YOUNG, S. (2005), "Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), pp. 1311-1346.

PLATFORM ON SUSTAINABLE FINANCE (2024), *A compendium of Market Practices – How the EU's Taxonomy and sustainable finance framework are helping financial and non-financial actors transition to net zero.*

QUICK, R., & SAYAR, S. (2024), "The effect of tone, signature, and visual elements in compliance management systems disclosures on financial analysts' decisions", in *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 55.

REID, L.C., CARCELLO, J.V., LI, C., NEAL, T.L., & FRANCIS, J.R. (2019), "Impact of auditor report changes on financial reporting quality and audit costs: Evidence from the United Kingdom", in *Contemporary Accounting Research*, 36(3), pp. 1501-1539.

RIESS, M., ROSENFELD, P., MELBURG, V., & TEDESCHI, J.T. (1981), "Self-serving attributions: biased private perceptions and distorted public descriptions", in *Journal of Personality and Social Psychology*, 41(2), pp. 224-231.

ROYCHOWDHURY, S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", in *Sloan School of Management*, Massachusetts Institute of Technology.

SAONA, P., MURO, L., & ALVARADO, M. (2020), "How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case", in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), pp. 98-133.

SCHLEICHER, T. (2012), "When is good news really good news?", in *Accounting and Business Research*, 42 (5), pp. 547-573.

SCHLEICHER, T., & WALKER, M. (2010), "Bias in the tone of forward-looking narratives", in *Accounting and Business Research*, 40(4), pp. 371-390.

SCHLENKER, B.R. (1980*), Impression Management: The Self-concept, Social Identity, and Interpersonal Relations*, Brooks-Cole, Belmont, CA.

SCHNEIDER, D.J. (1981), *Tactical Self-presentation: Toward a Broader Conception*, Academic Press, New York, NY.

SCHOLTENS, B., & KANG, F. (2013), "Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(2), pp. 95-112.

SCHROEDER, N., & GIBSON, C.H. (1990), "Readability of Management's Discussion and Analysis", in *Accounting Horizons*, 4(4), pp. 78-87.

TAYLOR, D., AWUYE, I.S., & CUDJOE, E.Y. (2023), "Covid-19 pandemic, a catalyst for aggressive earnings management by banks?", *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(1), 107032.

THOMAS, J. (1997), "Discourse in the marketplace: The making of meaning in annual reports", in *Journal of Business Communication*, 34(1), pp. 47-66.

UKEB-UK ENDORSEMENT BOARD (2023), *A Study in Connectivity: Analysis of 2022 UK Company Annual Reports*.

VORST, P. (2016), "Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts", in *The Accounting Review*, 91(4), pp. 1219-1256.

WAGENHOFER, A. (2023), "Sustainability Reporting: A Financial Reporting Perspective", in *Accounting in Europe*, 21(1), pp. 1-13.

WANG, R., FONG CHUA, W., SIMNETT, R., & ZHOU, S. (2024), "Is greater connectivity of financial and non-financial information in annual reports valued by market participants?" in *British Accounting Review,* 56(6).

WINDISCH, D. (2021), "Enforcement, managerial discretion, and the informativeness of accruals", in *European Accounting Review*, 30(4), pp. 705-732.

YANG, J.H., & LIU, S. (2017), "Accounting narratives and impression management on social media", in *Accounting and Business Research*, 47(6), pp. 673-694.

YUSUF, J.E.W., & JORDAN, M.M. (2017), "Accessibility of the Management's Discussion and Analysis to Citizen Users of Government Financial Reports", in *Public Budgeting & Finance*, Winter, pp. 74-91.

ZANG, A. (2012), "Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management", in *The Accounting Review*, 87(2), pp. 675-703.

ZIMMERMAN, J.L. (1983), "Taxes and firm size", in *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 119-149.

Capitolo 3

ADAMS, C.A. (2017). "Conceptualising the contemporary corporate value creation process", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(4), pp. 906-931.

ALT, R., & ZIMMERMANN, H.D. (2001), "Status of business model and electronic market research: an interview with Alexander Osterwalder", in *Electronic Markets*, *24*(1), pp. 243-249.

AMIT, R., & ZOTT, C. (2001), "Value creation in e-business', in *Strategic Management Journal*, *22*(67), pp. 493-520.

BHATTACHARYA, C.B., SEN, S., EDINGER-SCHONS, L.M., & NEUREITER, M. (2023), "Corporate purpose and employee sustainability behaviors", *in Journal of Business Ethics*, 183, pp. 963-981.

BEATTIE, V., MCINNES, B., & FEARNLEY, S. (2004). "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes", in *Accounting Forum*, 28 (3), pp. 205-236.

BEATTIE, V., & SMITH, S.J. (2013), "Value creation and business models: Refocusing the intellectual capital debate", *The British Accounting Review*, *45*(4), pp. 243-254.

BELLUCCI, M., & MANETTI, G. (2018). *Stakeholder Engagement and Sustainability Reporting*, Routledge.

BINI, L., & BELLUCCI, M. (2020), *Integrated Sustainability Reporting Linking Environmental and Social Information to Value Creation Processes*, Springer Cham.

BINI, L., BELLUCCI, M., & GIUNTA, F. (2016), "Put your money where your mouth is: the difference between real commitment to sustainability and mere rhetoric", in *Financial Reporting*, 2, pp. 5-31.

BINI, L., BELLUCCI, M., & GIUNTA, F. (2018), "Integrating sustainability in business model disclosure: Evidence from the UK mining industry", in *Journal of Cleaner Production*, 171, pp. 1161-1170.

BINI, L., DAINELLI, F., GIUNTA, F., & SIMONI, L. (2019). *Are non-financial KPIs in annual reports really "key"? An investigation of company disclosure and analyst reports in the UK*, Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS).

BINI, L., SCHAPER, S., SIMONI, L., GIUNTA, F., & NIELSEN, C. (2023). "Mandatory non-financial disclosure: is everybody on the same page about business model reporting?", in *Accounting Forum*, *47*(2), pp. 198-222.

BUKH, P.N. (2003), "The relevance of intellectual capital disclosure: a paradox?", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *16*(1), pp. 49-56.

CIASULLO, M.V., CHIARINI, A., & PALUMBO, R. (2024). "Mastering the interplay of organizational resilience and sustainability: Insights from a hybrid literature review", in *Business Strategy and the Environment*, 33(2), pp. 1418-1446.

CHRISTENSEN, D.M., SERAFEIM, G., & SIKOCHI, A. (2022). "Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings", in *The Accounting Review*, *97*(1), pp. 147-175.

DEEGAN, C., RANKIN, M., & TOBIN, J. (2002), "An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997", in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *15*(3), pp. 312-343.

DEL GESSO, C., & LODHI, R.N. (2024), "Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: a systematic review of accounting studies", in *Journal of Accounting Literature*, 47(2), pp. 433-461.

DEL RÍO, C., LÓPEZ-ARCEIZ, F.J., & MUGA, L. (2023). "Do sustainability disclosure mechanisms reduce market myopia? Evidence from European sustainability companies", in *International Review of Financial Analysis*, 87, May 2023, 102600.

DIMAGGIO, P.J., & POWELL, W.W. (1983), "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", in *American Sociological Review*, *48*, pp. 147-160.

ECCLES, R.G., IOANNOU, I., & SERAFEIM, G. (2012), *The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance* (Vol. 17950), National Bureau of Economic Research.

EFRAG (2022), "ESRS2: *General disclosure*", European Financial Reporting Advisory Group, available at: https://www.efrag.org/sites/default/files/sites/webpublishing/SiteAssets/07.%20Draft%20ESRS%202%20General%20disclsoures%20November%202022.pdf.

GAUTHIER, C., & GILOMEN, B. (2016). "Business models for sustainability: Energy efficiency in urban districts", in *Organization & Environment*, 29(1), pp. 124-144.

GODKIN, L. (2015). "Mid-management, employee engagement, and the generation of reliable sustainable corporate social responsibility", in *Journal of Business Ethics*, 130, pp. 15-28.

HEALY, P.M., & PALEPU, K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", in *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp. 405-440.

HOLLAND, J. (2004), *Corporate Intangibles, Value Relevance, and Disclosure Content*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.

HOLLAND, J. (2006), *A Model of Corporate Financial Communications*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.

IIRC (2021). *International framework*, International Integrated Reporting Council (IIRC), available at https://integratedreporting.ifrs.org/resource/international-ir-framework/.

IOANNIS, I., & SERAFEIM, G. (2017), *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting* (May 1, 2017), in Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1799589.

JAYARATHNA, C.P., AGDAS, D., & DAWES, L. (2023). "Exploring sustainable logistics practices toward a circular economy: A value creation perspective", in *Business Strategy and the Environment*, 32(1), pp. 704-720.

KRUEGER, P., SAUTNER, Z., TANG, D.Y., & ZHONG, R. (2024), "The effects of mandatory ESG disclosure around the world", in *Journal of Accounting Research*, 62(5), pp. 1795-1847.

LENSSEN, J.-J.A., DENTCHEV, N., & ROGER, L. (2014). "Sustainability, risk management and governance: towards an integrative approach", in *Corporate Governance*, 14(5), pp. 670-684.

LEPAK, D.P., SMITH, K.G., & TAYLOR, M.S. (2007), "Value creation and value capture: a multilevel perspective", in *Academy of Management Review*, 32(1), pp. 180-194.

LOURENÇO, I.C., CALLEN, J.L., BRANCO, M.C., & CURTO, J.D. (2014), "The value relevance of reputation for sustainability leadership", in *Journal of Business Ethics*, 119, pp. 17-28.

MAGRETTA, J. (2002), "Why Business Models Matter", Harvard Business Review, May, pp. 2-9.

MANETTI, G., & BELLUCCI, M. (2018), "Stakeholder and legitimacy frameworks as applied to behavioural accounting research", in Libby, T., & Thorne, L. (Eds), *The Routledge Companion to Behavioural Accounting Research*, Routledge, Milton Park, UK.

MARTÍNEZ, P., & RODRÍGUEZ DEL BOSQUE, I. (2014). "Sustainability dimensions: A source to enhance corporate reputation", in *Corporate Reputation Review*, 17(4), pp. 239-253.

MASSA, L., TUCCI, C.L., & AFUAH, A. (2017), "A critical assessment of business model research", in *Academy of Management Annals*, *11*(1), pp. 73-104.

MORRIS L. (2013), Business Model Warfare. The Strategy of Business Breakthroughs, *Journal of Business Models*, *1*(1), pp. 13-37.

MOURITSEN, J., LARSEN, H.T., & BUKH, P.N. (2001), "Intellectual capital and the 'capable firm': narrating, visualising and numbering for managing knowledge", in *Accounting, Organizations And Society*, *26*(7-8), pp. 735-762.

NIELSEN, C. (2010), "Conceptualizing, analyzing and communicating the business model", Working paper series (2), Aalborg University: Department of Business Studies.

NG, A.C., & REZAEE, Z. (2015). "Business sustainability performance and cost of equity capital", in *Journal of Corporate Finance*, 34, pp. 128-149.

NOGUEIRA, L.A., LINDELØV, B., & OLSEN, J. (2023). "From waste to market: Exploring markets, institutions, and innovation ecosystems for waste valorisation", in *Business Strategy and the Environment*, 32(4), pp. 2261-2274.

NOVAK, A. (2014), "Business model literature overview", in *Financial Reporting*, 1, pp. 79-130.

ORTIZ-DE-MANDOJANA, N., & BANSAL, P. (2016). "The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices", in *Strategic Management Journal*, 37(8), pp. 1615-1631.

OSTERWALDER A. (2004), "The Business Model Ontology – a proposition in a design science approach", Ph.D. thesis, University of Lausanne: Ecole des Hautes Etudes Commerciales HEC, available from: http://www.hec.unil.ch/aosterwa/.

OSTERWALDER, A., PIGNEUR, Y., & TUCCI, C.L. (2005), "Clarifying business models: origins, present, and future of the concept", *Communications of the Association for Information Systems*, 16(1), pp. 1-28.

OSTERWALDER, A., & PIGNEUR, Y. (2010). *Business model generation: A handbook for visionaries, game changers, and challengers*, John Wiley & Sons.

PERKMANN, M., & SPICER, A. (2010), "What are business models? Developing a theory of performative representations", in Phillips, N., Sewell, G., & Griffiths, D. (Ed.), *Technology and Organization: Essays in Honour of Joan Woodward*, Research in the Sociology of Organizations, Vol. 29, Emerald Group Publishing Limited, Leeds, pp. 265-275.

SASSEN, R., HINZE, A.K., & HARDECK, I. (2016). "Impact of ESG factors on firm risk in Europe", in *Journal of Business Economics*, 86, pp. 867-904.

SCHALTEGGER, S., LÜDEKE-FREUND, F., & HANSEN, E.G. (2011), *Business cases for sustainability and the role of business model innovation: Developing a conceptual Framework*, Centre for Sustainability Management, available at https://www.researchgate.net/publication/256013058.

SHAFER, S.M., SMITH, H.J., & LINDER, J.C. (2005), "The power of business models", in *Business Horizons*, *48*(3), pp. 199-207.

STARKS, L.T. (2023). "Presidential address: Sustainable finance and ESG issues-value versus values", *The Journal of Finance*, *78*(4), pp. 1837-1872.

SUCHMAN, M.C. (1995), "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", in *The Academy of Management Review*, 20(3), pp. 571-610.

TALBOT, D., & BOIRAL, O. (2018), "GHG reporting and impression management: An assessment of sustainability reports from the energy sector", in *Journal of Business Ethics*, 147, pp. 367-383.

TANG, D.Y., & ZHANG, Y. (2020), "Do shareholders benefit from green bonds?", in *Journal of Corporate Finance*, 61.

TANJUNG, M. (2023), "Cost of capital and firm performance of ESG companies: what can we infer from COVID-19 pandemic?", in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(6), pp. 1242-1267.

TEECE, D.J. (2010). "Business models, business strategy and innovation", in *Long Range Planning*, *43*(2-3), pp. 172-194.

UNIONE EUROPEA (UE) (2022), Direttiva 2022/2464, disponibile al link https://eur lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464.

USMANI, M., DAVISON, J., & NAPIER, C.J. (2020), "The production of stand-alone sustainability reports: visual impression management, legitimacy and 'functional stupidity'", in *Accounting Forum*, *44*(4), pp. 315-343.

UPWARD, A., & JONES, P.H., (2015), "An ontology for strongly sustainable business models: Defining an enterprise framework compatible with natural and social science", in *Organization & Environment*, *29*(1), pp. 97-123.

WAGENHOFER, A. (2024). "Sustainability reporting: A financial reporting perspective", in *Accounting in Europe*, 21(1), pp. 1-13.

WINTER, S.G., & SZULANSKI, G. (2001), "Replication as strategy", in *Organization Science*, *12*(6), pp. 730-743.

WIRTZ, B.W., PISTOIA, A., ULLRICH, S., & GÖTTEL, V. (2016), "Business models: Origin, development and future research perspectives", in *Long Range Planning*, *49*(1), 36-54.

YU, E.P.Y., VAN LUU, B., & CHEN, C.H. (2020), "Greenwashing in environmental, social and governance disclosures", in *Research in International Business and Finance*, *52*, pp. 101-192.

ZOTT C., AMIT R., & MASSA L. (2011), "The Business Model: Recent Developments and Future Research", in *Journal of Management*, *37*(4), pp. 1019-1042.

Capitolo 4

ABDULLAH, M., SHUKOR, Z.A., MOHAMED, Z.M., & AHMAD, A. (2015), "Risk management disclosure", in *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), pp. 400-432.

ABHAYAWANSA, S., & ADAMS, C. (2022), "Towards a conceptual framework for non-financial reporting inclusive of pandemic and climate risk reporting", in *Meditari Accountancy Research*, 30(3), pp. 710-738.

ADELOPO, I. (2017), "Non-Financial risk disclosure: The case of the UK's distressed banks", in *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), pp. 23-42.

AGOSTINI, M., & COSTA, E. (2018), "Financial and sustainability reporting: An

empirical investigation of their relationship in the Italian context", in AA.VV., *Sustainability and social responsibility: Regulation and reporting. Accounting, finance, sustainability, governance & fraud: Theory and application*, Springer, Singapore.

AL AMOSH, H., & MANSOR, N. (2021), "Disclosure of integrated reporting elements by industrial companies: evidence from Jordan", in *Journal of Management and Governance*, 25, pp. 121-145.

ALBITAR, K., AL-SHAER, H., & ELMARZOUKY, M. (2021), "Do assurance and assurance providers enhance COVID-related disclosures in CSR reports? An examination in the UK context", in *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), pp. 410-428.

ALBUQUERQUE, F., MONTEIRO, E., & ALBERTINA, M. (2023), "The explanatory factors of risk disclosure in the integrated reports of listed entities in Brazil", in *Risks*, 11(6), pp. 108-108.

ALSHIRAH, M.H., RAHMAN, A.A., & MUSTAPA, I.R. (2020), "Board of directors' characteristics and corporate risk disclosure: The moderating role of family ownership", in *EuroMed Journal of Business*, 15(2), pp. 219-252.

ALSHIRAH, M.H., ALSHIRA'H, A.F., & LUTFI, A. (2022), "Political connection, family ownership and corporate risk disclosure: Empirical evidence from Jordan", in *Meditari Accountancy Research*, 30(5), pp. 1241-1264.

ALVINIUSSEN, A., & JANKENSGARD, H. (2009), "Enterprise risk budgeting: Bringing risk management into the financial planning process", in *Journal of Applied Finance,* 19(1&2).

ARIF, M., GAN, C., & NADEEM, M. (2022), "Regulating non-financial reporting: Evidence from European firms' environmental, social and governance disclosures and earnings risk", in *Meditari Accountancy Research*, 30(3), pp. 495-523.

ASIF, M., SEARCY, C., & CASTKA, P. (2023), "ESG and Industry 5.0: The role of technologies in enhancing ESG disclosure", in *Technological Forecasting and Social Change*, 195, 122806.

AZMAT, F., JAIN, A., & MICHAUX, F. (2022), "Strengthening impact integrity in investment decision-making for sustainable development", in *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(1), pp. 55-87.

BARTH, M.E. (2022), "Accounting standards: the 'too difficult' box – the next big accounting issue?", in *Accounting and Business Research*, 52(5), pp. 565-577.

BEASLEY, M., PAGACH, D., & WARR, R. (2008), "Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes", in *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), pp. 311-332.

BERRY, T.C., & JUNKUS, J.C. (2013), "Socially responsible investing: An investor perspective", in *Journal of Business Ethics*, 112, pp. 707-720.

BROMILEY, P., MCSHANE, M., NAIR, A., & RUSTAMBEKOV, E. (2015). "Enterprise risk management: Review, critique, and research directions", in *Long Range Planning*, 48(4), 265-276.

CALLAHAN, C., & SOILEAU, J. (2017), "Does enterprise risk management enhance operating performance?", in *Advances in Accounting*, 37, pp. 122-139.

CAMILLERI, M.A. (2018), "Theoretical insights on integrated reporting", in *Corporate Communications: An International Journal*, 23(4), pp. 567-581.

CHAIRANI, C., & SIREGAR, S.V. (2021). "The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance", in *Meditari Accountancy Research*, *29*(3), pp. 647-670.

COSO (2018), "*Enterprise Risk Management – Applying Enterprise Risk Management to environmental, social and governance-related risks*".

COSO (2023), "*Achieving Effective Internal Control Over Sustainability Reporting*".

CUNDY, A.B., BARDOS, R.P., CHURCH, A., PUSCHENREITER, M., FRIESL-HANL, W., MÜLLER, I., NEU, S., MENCH, M., WITTERS, N., & VANGRONSVELD, J. (2013), "Developing principles of sustainability and stakeholder engagement for 'gentle' remediation approaches: The European context", in *Journal of Environmental Management*, 129, pp. 283-291.

DAL FABBRO, L. (2022), *ESG. La misurazione della sostenibilità*, Rubbettino.

DE SILVA LOKUWADUGE, C.S., & DE SILVA, K.M. (2022), "ESG risk disclosure and the risk of green washing", in *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*, 16(1), pp. 146-159.

DE SILVA LOKUWADUGE, C.S., SMARK, C., & MIR, M. (2022), "The surge of environmental social and governance reporting and Sustainable Development Goals: some normative thoughts", in *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*, 16(2), pp. 3-11.

DE VILLIERS, C., JIA, J., & LI, Z. (2022). "Are boards' risk management committees associated with firms' environmental performance?", in *The British Accounting Review*, *54*(1), 101066.

DEMARIA, S., & RIGOT, S. (2020), "Corporate environmental reporting: Are French firms compliant with the Task Force on Climate Financial Disclosures' recommendations?", in *Business Strategy and the Environment*, 30(1), pp. 721-738.

DI MARCO, R., DONG, T., MALATINCOVÁ, R., REUTER, M., & STRÖMSTEN, T. (2022), "Symbol or substance? Scrutinizing the 'risk transparency premise' in marketized sustainable finance: The case of TCFD reporting", in *Business Strategy and the Environment*, 32(6), pp. 3027-3052.

DILLING, P.F.A., & HARRIS, P. (2018), "Reporting on long-term value creation by Canadian companies: A longitudinal assessment", in *Journal of Cleaner Production*, 191, pp. 350-360.

EFRAG (2024), "Implementation Guidance IG1 – Materiality Assessment", in EFRAG, 2024.

EL-JOURBAGY, J., & GURA, P.P. (2022), "In space, no one can hear you're green: Standardization of environmental reporting, the SEC's proposed climate change

disclosure rules, and remote sensing technology", in *American Business Law Journal*, 59(4), pp. 773-820.

ELMAGRHI, M.H., & NTIM, C.G. (2023), "Non-financial reporting in non-profit organisations: the case of risk and governance disclosures in UK higher education institutions", in *Accounting Forum*, 47(2), pp. 1-26.

ELSAYED, N., & HASSANEIN, A. (2023), "Is voluntary risk disclosure informative? The role of UK firm-level governance", in *International Journal of Productivity and Performance Management*, 73(6), pp. 1826-1855.

ELSHANDIDY, T., FRASER, I., & HUSSAINEY, K. (2015), "What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US?", in *The British Accounting Review*, 47(4), pp. 376-394.

ELZAHAR, H., & HUSSAINEY, K. (2012), "Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports", in *The Journal of Risk Finance*, 13(2), pp. 133-147.

FIANDRINO, S., GROMIS DI TRANA, M., TONELLI, A., & LUCCHESE, A. (2022), "The multi-faceted dimensions for the disclosure quality of non-financial information in revising directive 2014/95/EU", in *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), pp. 274-300.

GEAVES, L.H., & PENNING-ROWSELL, E.C. (2016), "Flood risk management as a public or a private good, and the implications for stakeholder engagement", in *Environmental Science & Policy*, 55, pp. 281-291.

GONIDAKIS, F.K., KOUTOUPIS, A.G., TSAMIS, A.D., & AGORAKI, M.-E.K. (2020), "Risk disclosure in listed Greek companies: The effects of the financial crisis", in *Accounting Research Journal*, 33(4/5), pp. 615-633.

GRAY, S.J., HELLMAN, N., & IVANOVA, M.N. (2019), "Extractive industries reporting: A review of accounting challenges and the research literature", in *Abacus*, 55(1), pp. 42-91.

GRISHUNIN, S., NAUMOVA, E., BUROVA, E., SULOEVA, S., & NEKRASOVA, T. (2022), "The impact of sustainability disclosures on value of companies following digital transformation strategies", in *International Journal of Technology*, 13(7), pp. 1432-1441.

GULL, A.A., ABID, A., HUSSAINEY, K., AHSAN, T., & HAQUE, A. (2022), "Corporate governance reforms and risk disclosure quality: evidence from an emerging economy", in *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(2), pp. 331-354.

GUTHRIE, J., ROSSI, F.M., ORELLI, R.L., & NICOLÒ, G. (2020), "Investigating risk disclosures in Italian integrated reports", in *Meditari Accountancy Research*, 28(6), pp. 1149-1178.

GUTTERMAN, A.S. (2023), "Board oversight of sustainability: A practical guide for directors and advisors", available at SSRN 4525610.

HEATH, D., MACCIOCCHI, D., MICHAELY, R.C., & RINGGENBERG, M.C. (2023), "Does socially responsible investing change firm behavior?", in *Review of Finance*, 27(6), pp. 2057-2083.

JAGGI, B., ALLINI, A., GINESTI, G., & MACCHIONI, R. (2021), "Determinants of corporate corruption disclosures: evidence based on EU listed firms", in *Meditari Accountancy Research*, 29(1), pp. 21-38.

KHANDELWAL, C., KUMAR, S., MADHAVAN, V., & PANDEY, N. (2020), "Do board characteristics impact corporate risk disclosures? The Indian experience", in *Journal of Business Research*, 121, pp. 103-111.

KHANDELWAL, C., KUMAR, S., TRIPATHI, V., & MADHAVAN, V. (2023), "Joint impact of corporate governance and risk disclosures on firm value: Evidence from emerging markets", in *Research in International Business and Finance*, 66, 102022.

KILIÇ, M., & KUZEY, C. (2018), "Assessing current company reports according to the IIRC integrated reporting framework", in *Meditari Accountancy Research*, 26(2), pp. 305-333.

KLEFFNER, A.E., LEE, R.B., & MCGANNON, B. (2003), "The effect of corporate governance on the use of enterprise risk management: Evidence from Canada", in *Risk Management and Insurance Review*, 6(1), pp. 53-73.

LAJILI, K., DOBLER, M., ZÉGHAL, D., & BRYAN, M.J. (2021), "Risk reporting in financial crises: a tale of two countries", in *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), pp. 181-216.

LEOPIZZI, R., IAZZI, A., VENTURELLI, A., & PRINCIPALE, S. (2020), "Nonfinancial risk disclosure: The 'state of the art' of Italian companies", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), pp. 358-368.

LITTELL, J.H., CORCORAN, J., & PILLAI, V.K. (2008), *Systematic reviews and meta-analysis*, Oxford University Press.

LOUGHRAN, T., & MCDONALD, B. (2011), "When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks", in *The Journal of Finance*, 66(1), pp. 35-65.

LUNDQVIST, S.A. (2015), "Why firms implement risk governance – Stepping beyond traditional risk management to enterprise risk management", in *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), pp. 441-466.

MARZOUK, M. (2016), "Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market", in *Journal of Applied Accounting Research*, 17(4), pp. 378-396.

MBITHI, E., MOLOI, T., & WANGOMBE, D. (2023), "An empirical examination of board-related and firm-specific drivers on risk disclosure by listed firms in Kenya: a mixed-methods approach", in *Corporate Governance*, 23(2), pp. 298-322.

MIO, C., AGOSTINI, M., & PANFILO, S. (2022), "Bank risk appetite communication and risk taking: The key role of integrated reports", in *Risk Analysis*, 42(3), pp. 634-652.

MIO, C., AGOSTINI, M., & SCARPA, F. (2024). "Sustainability Reporting: Conception, International Approaches and Double Materiality in Action". Springer Nature.

MIO, C., & FASAN, M. (2024), "The SDGs, firms' boundaries, and the role of accounting: Mindful ecosystems as the new value-generating entity", in *The Routledge Handbook of Accounting for the Sustainable Development Goals*, pp. 527-536, Routledge.

NASIH, M., WARDANI, D.A.K., HARYMAWAN, I., PUTRA, F.K.G., & SAREA, A. (2024), "COVID-19 exposure: a risk-averse firms' response", in *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(5), pp. 1195-1220.

NGO, T., LE T., ULLAH, S., & TRINH, H.H. (2022), "Climate risk disclosures and global sustainability initiatives: A conceptual analysis and agenda for future research", in *Business Strategy and the Environment*, 32(6), pp. 3705-3720.

NISTOR, C.S., STEFANESCU, C.A., OPRISOR, T., & CRISAN, A.R. (2019), "Approaching public sector transparency through an integrated reporting benchmark", in *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(2), pp. 249-270.

PANFILO, S., & KRASODOMSKA, J. (2022), "Climate change risk disclosure in Europe: The role of cultural-cognitive, regulative, and normative factors", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 226-253.

PAOLONE, F., GRANÀ, F., MARTINIELLO, L., & TISCINI, R. (2021), "Environmental risk indicators disclosure and value relevance: An empirical analysis of Italian listed companies after the implementation of the Legislative Decree 254/2016", in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), pp. 1471-1482.

PRANCKUTĖ, R. (2021). "Web of Science (WoS) and Scopus: The titans of bibliographic information in today's academic world", in *Publications*, 9(1), 12.

RADWAN, E.K.A., ALI, N.O.H., & MOHAMEND, M.K.A. (2023), "Do free-floated shares and board characteristics influence corporate risk disclosure? An empirical analysis on conventional banks in a developing country", in *Journal of Financial Reporting & Accounting*, ahead-of print.

SAGGAR, R., ARORA, N., & SINGH, B. (2022), "Gender diversity in corporate boardrooms and risk disclosure: Indian evidence", in *Gender in Management: An International Journal*, 37(2), pp. 182-201.

SAGGAR, R., & SINGH, B. (2017), "Corporate governance and risk reporting: Indian evidence", in *Managerial Auditing Journal*, 32(4/5), pp. 378-405.

SALEM, I.H., AYADI, S.D., & HUSSAINEY, K. (2019), "Corporate governance and risk disclosure quality: Tunisian evidence", in *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 9(4), pp. 567-602.

SERRASQUEIRO, R., & OLIVEIRA, J. (2022), "Risk reporting: do country-level institutional forces really matter?", in *Asian Review of Accounting*, 30(2), pp. 258-293.

SETIA, N., ABHAYAWANSA, S., & JOSHI, M. (2022), "In search of a wider corporate reporting framework: A critical evaluation of the International Integrated Reporting Framework", in *Accounting in Europe*, 19(3), pp. 1-26.

SIVARAJAH, U., KAMAL, M.M., IRANI, Z., & WEERAKKODY, V. (2017), "Critical analysis of big data challenges and analytical methods", in *Journal of Business Research*, 70(1), pp. 263-286.

TARQUINIO, L., & POSADAS, S.C. (2020), "Exploring the term 'non-financial information': an academics' view", in *Meditari Accountancy Research*, 28(5), pp. 727-749.

THALER, T., & LEVIN-KEITEL, M. (2016), "Multi-level stakeholder engagement in flood risk management – A question of roles and power: Lessons from England", in *Environmental Science & Policy*, 55, pp. 292-301.

TRANFIELD, D., DENYER, D., & SMART, P. (2003), "Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review", in *British Journal of Management*, 14(3), pp. 207-222.

TRAXLER, A.A., GREILING, D., FREINBICHLER, M., & MAYERHOFER, P. (2023), "Does the Directive of the European Union on disclosure of non-financial and diversity information improve reporting?", in *Journal of Accounting & Organizational Change*, 19(6), pp. 70-90.

TSAGAS, G., & VILLIERS, C. (2020), "Why 'Less is More' in Non-Financial Reporting Initiatives: Concrete Steps Towards Supporting Sustainability", in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 10(2), 20180045.

UNIONE EUROPEA (UE) (2014), Direttiva 2014/95/UE, disponibile al link https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095.

VALINEJAD, F., & RAHMANI, D. (2018). "Sustainability risk management in the supply chain of telecommunication companies: A case study", in *Journal of Cleaner Production*, *203*, pp. 53-67.

VILLIERS, C. (2022), "New directions in the European Union's regulatory framework for corporate reporting, due diligence and accountability: The challenge of complexity", in *European Journal of Risk Regulation*, 13(4), pp. 1-19.

WEBER, V., & MÜßIG, A. (2022), "The effect of business strategy on risk disclosure", in *Accounting in Europe*, 19(1), pp. 190-225.