



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze economiche e finanziarie

**LA DISCLOSURE DELLA SOSTENIBILITÀ IN FINANZA:  
CRITICITÀ, REGOLAZIONE E PERFORMANCE.**

**SUSTAINABILITY DISCLOSURE IN FINANCE: PITFALLS,  
REGULATION AND PERFORMANCE.**

Relatore: Chiar.mo  
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:  
Alessandro Mengoni

# INDICE

INTRODUZIONE .....	4
CAPITOLO 1: ESG INFORMATION: ANALISI DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA.....	7
1.1 THEORETICAL FRAMEWORK E TEORIE DELLA DISCLOSURE .....	7
1.1.1 Agency Theory .....	7
1.1.2 Legitimacy Theory .....	11
1.1.3 Stakeholder Theory .....	15
1.1.4 Istitutional Theory .....	18
1.2 NON FINANCIAL INFORMATION DISCLOSURE: ANALISI DELLA DOMANDA.....	21
1.2.1 Environmental Social and Governance (ESG) factors .....	21
1.2.2 Finanza sostenibile: l'utilizzo di ESG information .....	24
1.2.3 ESG Rating: una misura della performance ESG .....	27
1.2.4 Analisi della domanda di ESG information .....	29
1.3 ESG DISCLOSURE: L'OFFERTA DI INFORMAZIONI NON FINANZIARIE .....	33
1.3.1 Financial vs non-financial reporting .....	33
1.3.2 Accessibilità alle informazioni finanziarie .....	36
1.3.3 Analisi dell'offerta di informazioni non finanziarie .....	39
CAPITOLO 2: PRINCIPALI AREE CRITICHE DELLE INFORMAZIONI NON FINANZIARIE .....	42
2.1 TRASPARENZA NON FINANZIARIA: ANALISI QUALITATIVA DELLE INFORMAZIONI DIVULGATE.....	42
2.1.1 ESG reporting e il livello di trasparenza informativa .....	42
2.1.2 Trasparenza: Fattori che influenzano il livello di ESG disclosure .....	45
2.2 GREENWASHING NELLA DISCLOSURE ESG .....	49
2.2.1 Tassonomia del Greenwashing .....	49
2.2.2 Motivazioni che spiegano l'adozione del greenwashing .....	54
2.2.3 Principali driver del greenwashing .....	56
2.3 ASSURANCE E CREDIBILITÀ DELLA DISCLOSURE ESG.....	60

2.3.1 Livello di affidabilità delle informazioni ESG .....	60
2.3.2 Principali driver del Reporting Assurance .....	64
2.3.3 Problematiche conseguenti la presenza di diversi ESG Assurance Standard.....	67
2.4 MATERIALITY: PROBLEMATICHE NELL'APPLICAZIONE DEL CONCETTO DI RILEVANZA .....	70
<b>CAPITOLO 3: STANDARDIZZAZIONE DEL NON FINANCIAL REPORTING: STANDARD FRAMEWORK E REGOLAMENTAZIONI .....</b>	<b>76</b>
3.1 LA PROLIFERAZIONE DEGLI STANDARD ESG: UN PROBLEMA DI COMPARABILITÀ.....	76
3.1.1 UN Sustainability Development Goals.....	81
3.1.2 Global Reporting Iniziative (GRI) framework .....	82
3.1.3 International Integrated Reporting Council (IIRC) framework .....	85
3.1.4 Task Force on Climate-related Financial Disclosures .....	87
3.1.5 Sustainability Accounting Standard Board.....	89
3.2 VOLUNTARY DISCLOSURE: ANALISI COSTI E BENEFICI .....	91
3.2.1 Benefici della voluntary disclosure .....	92
3.2.2 Costi della voluntary disclosure .....	94
3.3 MANDATORY DISCLOSURE: ANALISI COSTI E BENEFICI .....	98
3.3.1 Benefici della mandatory disclosure.....	98
3.3.2 Costi della mandatory disclosure.....	102
3.4 STANDARDIZZAZIONE E ARMONIZZAZIONE DELLE INIZIATIVE PRIVATE .....	104
<b>CAPITOLO 4: LA REGOLAMENTAZIONE DELL'INFORMATIVA NON FINANZIARIA IN EUROPA .....</b>	<b>108</b>
4.1 LA DIRETTIVA SULLA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA .....	108
4.2 STANDARDIZZAZIONE DELL'INFORMATIVA NON FINANZIARIA.....	112
4.2.1 Armonizzazione e trasparenza dopo l'implementazione della Direttiva 95/2014/EU .....	112
4.2.2 Implicazioni sociali e manageriali della Direttiva 2014/95/EU .....	118
4.3 CARATTERISTICHE E CRITICITÀ DELLA DIRETTIVA .....	122
4.3.1 Comparabilità delle informazioni dopo l'implementazione della Direttiva 95/2014.....	122
4.3.2 Credibilità e verifica delle informazioni non finanziarie .....	125

4.3.3 Trasposizione della direttiva negli Stati Membri.....	128
4.4 I PRINCIPALI INTERVENTI NORMATIVI NELLA REGOLAMENTAZIONE DELLA DISCLOSURE ESG.....	131
4.4.1 I principali obiettivi dell'Action Plan.....	131
4.4.2 Regolamento dell' informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.....	134
4.4.3 Revisione della Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria.....	137
CAPITOLO 5: LA VALUE RELEVANCE DELLA DISCLOSURE E DELLA PERFORMANCE NON FINANZIARIA.....	141
5.1 L'IMPATTO DELLA PERFORMANCE E DELL'INFORMATIVAESG SUL VALORE AZIENDALE .....	141
5.1.1 L'impatto della performance di sostenibilità sulle variabili aziendali .....	141
5.1.2 L'impatto della disclosure di sostenibilità sulle variabili aziendali .....	144
5.2 LA DISCLOSURE ESG E IL COSTO DEL CAPITALE .....	152
5.3 GREENWASHING, EXTERNAL AUDITOR ED IL COSTO DEL CAPITALE.....	159
5.3.1 Greenwashing e il costo del capitale .....	159
5.3.2 External Auditor e il costo del capitale.....	163
5.3.3 External assurance e performance finanziaria .....	167
CONCLUSIONI.....	171
BIBLIOGRAFIA .....	174
SITOGRAFIA.....	184

## INTRODUZIONE

Il tema della sostenibilità ha generato un considerevole cambiamento nella vita delle persone, trasformando l'ecosistema dei mercati finanziari e diventando parte integrante delle nuove strategie di investimento socialmente responsabili.

Si parla molto di finanza sostenibile intesa come strumento utile allo sviluppo di un'economia che tenga in considerazione i fattori ambientali e sociali con l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo.

La trasparenza delle imprese sulle questioni di sostenibilità costituisce uno strumento essenziale che permette ai partecipanti dei mercati finanziari di valutare adeguatamente la creazione di valore aziendale di lungo termine, nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità.

Negli ultimi decenni si è assistito ad una forte crescita della domanda di informazioni non finanziarie, ponendo attenzione a quelli che sono definiti fattori esg, in relazione ai crescenti flussi di investimento negli asset sostenibili.

Le rischiosità ambientali, sociali e di governance (ESG) rappresentano una sottocategoria delle informazioni non finanziarie derivanti da questioni sostenibili, etiche e di governance.

Questa forte richiesta è stata soddisfatta dalla crescita esponenziale del numero delle società che misurano e redigono report non finanziari, rappresentando un maggiore senso di responsabilità verso il raggiungimento dello sviluppo economico sostenibile di lungo periodo.

Il problema primario del reporting non finanziario deriva dalla sua storia relativamente recente e si caratterizza per diverse criticità che possono formare una barriera all'integrazione di tali informazioni nelle decisioni di investimento.

Un altro problema ben noto è relativo ai possibili comportamenti di "greenwashing", ovvero delle strategie mirate a diffondere informazioni ingannevoli e dichiarazioni false riguardo la sostenibilità dei prodotti e dei servizi offerti dalle società.

È estremamente rilevante, dunque, comprendere quali siano i principali benefici economici che le società possano ottenere come ricompensa del maggior grado di comunicazione e trasparenza informativa non finanziaria, in termini di performance e costi di finanziamento.

In questo studio, è stato particolarmente interessante analizzare come le nuove regolamentazioni vigenti in ambito sostenibile possano influire sul livello qualitativo delle informazioni esg, promuovendo la spinta per uno sviluppo economico sostenibile.

Lo scopo di questo lavoro è stato quello di sviluppare una buona conoscenza riguardo le principali caratteristiche e problematiche che distinguono le informazioni esg da quelle finanziarie.

Dopo aver definito le criticità, sono stati analizzati i principali costi e benefici derivanti da un maggior grado di regolamentazione, in modo particolare focalizzandosi sui principali sviluppi normativi in ambito europeo.

Infine, analizzando la precedente letteratura ed implementando quelle che sono le principali teorie in merito alla disclosure, sono stati ampiamente discussi i principali impatti e benefici derivanti da un maggiore livello di disclosure non finanziaria sulle prestazioni e sul valore delle società.

## **CAPITOLO 1: ESG INFORMATION: ANALISI DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA**

### **1.1 THEORETICAL FRAMEWORK E TEORIE DELLA DISCLOSURE**

Nella letteratura, diversi *theoretical framework* sono stati utilizzati allo scopo di analizzare la relazione esistente tra la *corporate governance* e la *corporate disclosure*. Secondo alcuni ricercatori, non esiste una teoria universalmente accettata in quanto queste teorie possono essere viste come complementari o sovrapposte, piuttosto che distinte.

La seguente sezione discute le principali teorie e cerca di spiegare le motivazioni alla base che guidano le società nella pratica di divulgare informazioni non finanziarie.

#### 1.1.1 Agency Theory

*Agency theory* è un principio che cerca di spiegare e di risolvere i problemi legati all'esistenza di una relazione tra il principale e l'agente. La relazione di agenzia viene definita come “un contratto sotto il quale una o più persone (il principale) ingaggiano un'altra persona (l'agente) per compiere un servizio, il quale implica delegare il potere di prendere decisioni all'agente” (Meckling & Jensen, 1976)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Jensen, M. C., & Meckling, W. H., “Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, 1976, a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”, pag. 308



Questa relazione si basa sulla separazione della proprietà dal controllo, tra l'azionista (il principale) che delega il manager di una società (l'agente), il quale dovrebbe comportarsi e prendere decisioni al fine di massimizzare il valore dell'azionista.

Tuttavia, questa teoria giace sull'assunzione economica che tutti gli individui sono guidati dal proprio interesse e che cercheranno di comportarsi in una maniera opportunistica al fine di incrementare il loro benessere (Samkin, 2009, Davey, 2011).

Dato che gli interessi di entrambe le parti potrebbero non essere allineati, il principale può limitare questo problema fornendo degli incentivi alla controparte oppure sostenendo dei costi di monitoraggio che limitino il sorgere di conflitti e comportamenti scorretti (Meckling, 1976, Davey, 2011).

I costi di agenzia sono costituiti dalla somma dei costi di monitoraggio, *bonding cost* e *residual loss*.

I costi di monitoraggio si riferiscono alle spese necessarie all'osservazione e valutazione del comportamento dell'agente al fine di massimizzare il valore del principale. Questi possono includere anche i costi di revisione e i costi di licenziamento del manager.

Questi costi sono inizialmente sostenuti dagli azionisti, ma nella fase successiva saranno a carico dei manager, in quanto la loro remunerazione sarà rettificata per coprire queste spese (Fama, 1983, McColgan, 2001).

I *bonding cost*, che derivano da obblighi contrattuali, sono i costi sostenuti per impostare dei sistemi che permettano di evitare comportamenti opportunistici da parte dell'agente.

Le *residual losses* nascono invece dai conflitti di interesse tra le due parti, in quanto le decisioni prese dal manager non sempre massimizzano il benessere del principale.

Questa serie di frizioni conduce al problema chiave di questa teoria, l'asimmetria informativa. Un gap informativo emerge quando una delle due parti ha un vantaggio informativo sull'altra e utilizza questa conoscenza per massimizzare il proprio interesse. La *disclosure* volontaria e *l'assurance* sono i mezzi ottimali per mitigare il problema dell'agente, in quanto i manager, divulgando maggiori informazioni, riducono i costi di agenzia e riescono a convincere utenti esterni che si stanno comportando in maniera ottimale (Watson, 2002; Barako, 2006; Shehata, 2013).

I manager hanno dunque un forte incentivo a fornire informazioni affidabili agli azionisti e lo fanno preparando *audited financial reports* oppure divulgando altre tipologie di informazioni (Watson, Shrives, & Marston, 2002).

Bénabou & Tirole (2010) analizzano le decisioni prese dai manager, i quali possono avere come obiettivo l'incremento dei profitti aziendali di breve termine, ma che nel lungo periodo possono intaccare il valore delle società e danneggiare il capitale umano. Secondo questa visione, il *corporate social reporting* aiuta le

società ad avere una visione di lungo termine, deviando i possibili comportamenti opportunistici di breve termine e massimizzando il valore della società.

*Agency Theory* è stata impiegata in diverse ricerche per capire gli effetti della *non-financial disclosure* sulla creazione di valore, sul livello di asimmetria informativa e sull'impatto nella performance finanziaria.

Li (2008) ha analizzato il livello divulgazione del *corporate social reporting* delle società cinesi quotate nella Top 100 negli anni compresi tra il 2002 e il 2006. I risultati dimostrano che il CSR reporting è uno strumento utile per divulgare informazioni non finanziarie interne e ridurre così il livello di asimmetria informativa. Inoltre, tale strumento riduce il sorgere di comportamenti opportunistici come *l'insider trading*, in quanto viene utilizzato come strumento di monitoraggio.

Hossain, Perera and Rahman (1995) si sono soffermati sulla relazione tra la *voluntary disclosure* e il costo del debito utilizzando la teoria dell'agente. Basandosi sul presupposto che l'utilizzo di strumenti di controllo permetta di ridurre i costi del debito e del capitale proprio, questa ricerca ha valutato il livello di CSR *disclosure* in un campione di aziende agricole quotate nello New Zealand Stock Exchange. La ricerca ha dimostrato che le società con alti livelli di indebitamento tendono a divulgare informazioni più dettagliate in modo da ridurre il costo del debito.

Un altro strumento utile per mitigare il problema dell'agente è la regolamentazione. Healy & Palepu (2001) forniscono diverse soluzioni a questo problema. L'*optimal contract* tra società e investitori può fornire incentivi per la completa divulgazione di informazioni private finanziarie e non finanziarie. Oppure, un'altra soluzione è fornita dalla regolamentazione della *disclosure* che può richiedere ai manager una completa divulgazione di informazioni non finanziarie.

Questa teoria è però soggetta a delle critiche da parte degli accademici. Gray, Adams, & Owen (2009) evidenziano lo scarso utilizzo di questa teoria nel *social accounting* nonostante le assunzioni di base e le motivazioni vengano utilizzate nell'analisi statistica della *disclosure*. L'*agency theory* viene quindi giudicata "individualista" ed "egoista" in quanto questa teoria si focalizza soprattutto sugli investitori e non prende in considerazione gli interessi di altri *stakeholders* (Fiandrino, 2020, Gray, Adams, & Owen, 2009).

### 1.1.2 Legitimacy Theory

La *legitimacy* è definita come "la generale percezione o assunzione che le azioni di un'entità siano desiderabili, corrette o appropriate all'interno di un sistema sociale di norme, valori, credenze e definizioni" (Suchman, 1995)<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Suchman M. C., managing legitimacy: strategic and institutional approaches, (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches, Academy of management review, 20(3) "generalized perception or assumption that the actions of an entity are desirable, proper, or

Questa teoria suggerisce che esista un “contratto sociale” che legghi le imprese e la società nella quale operano. (Deegan, 2006, Samkin, 2009). Le aziende ricevono il permesso di operare dalla società e devono rendere conto ad essa quali attività svolgono e in che modo.

In questo contratto la società viene considerata in senso ampio e non solo tenendo conto dei valori di un singolo individuo, come descritto in altre *disclosure theories* (Deegan 2002).

Deegan (2006) afferma che la legittimità organizzativa è soggetta a cambiamenti nel tempo e nello spazio dovuti alle variazioni dei comportamenti di una società. Per questo motivo non è sempre facile per le organizzazioni soddisfare le aspettative e le norme richieste dalla società. Si crea quindi un divario, tra la percezione di come le organizzazioni dovrebbero agire e le azioni che effettivamente adottano, che prende il nome di *legitimacy gap* (Davey, 2011).

In questo contesto, la *legitimacy* viene considerata una risorsa strategica per la sopravvivenza di una società. (Dowling & Pfeffer, 1975).

Il *legitimacy gap*, dovuto ad un livello di divulgazione informativa non sufficiente, può comportare una serie conseguenze negative, come ad esempio difficoltà di

---

appropriate within some socially constructed system of norms, values, beliefs, and definitions.”,1995, pag.5

ottenere risorse umane e finanziarie, difficoltà nell'attrarre compratori, sanzioni legislative (Lindblom, 1994).

Lindblom (1994) ha proposto 4 diverse strategie che le imprese possono adottare al fine di legittimare il loro operato all'interno della società. Queste strategie comprendono l'informazione dei principali *stakeholder* riguardo l'effettiva *performance*, il cambiamento delle percezioni di questi ultimi senza cambiare il comportamento delle organizzazioni, deviare l'attenzione dai problemi più gravi o cercare di cambiare le aspettative esterne circa le prestazioni delle organizzazioni (Susith & Stewart, 2014).

I ricercatori utilizzano questa teoria per capire le motivazioni alla base che spingono il *corporate management* nel divulgare una serie di informazioni finanziarie, sociali e ambientali.

Differenti manager potrebbero avere visioni divergenti sulle percezioni riguardo la *legitimacy* e di conseguenza potrebbero attuare strategie differenti per soddisfare le aspettative della società. Tuttavia diversi autori affermano che la *disclosure* è il mezzo più efficace per implementare queste strategie (Lindblom, 1994, Dowling & Pfeffer, 1975).

Il report annuale, in particolar modo, è identificato come lo strumento di comunicazione più accettato e riconosciuto per divulgare informazioni non finanziarie. Le società utilizzano questo strumento per apparire socialmente

responsabili e per impegnarsi in comportamenti accettabili in termini di aspettative dagli azionisti (Deegan, 2002, Dowling & Pfeffer, 1975).

Analizzando la letteratura, diversi studi empirici utilizzano questa teoria per spiegare la *disclosure* non finanziaria. La teoria spiega le motivazioni per cui le organizzazioni utilizzano la divulgazione di informazioni non finanziarie come mezzo di legittimazione al fine di influenzare le percezioni della società riguardo la *performance* sostenibile (Deegan, 2002). Aziende con bassi livelli di *ESG performance* utilizzano informazioni di bassa qualità, ovvero informazioni incomplete, superficiali, non facilmente comparabili, al fine di oscurare la loro effettiva performance e poter mantenere la legittimità diffondendo un'immagine distorta di esse (Hummel & Schlick, 2016).

Chu, Chatterjee, & Brown (2013) hanno utilizzato questa teoria per studiare i fattori che guidano il reporting sui gas serra nelle società cinesi. Hanno analizzato i report annuali e i *corporate social responsibility reports* delle società top 100 A-share. Hanno dimostrato che le maggiori società comunicano solamente le informazioni positive o al massimo neutre e tendono a nascondere le informazioni negative. I risultati indicano anche che le imprese più grandi, che operano in un settore in cui vi è un livello più elevato di emissioni di biossido di carbonio, tendono ad avere livelli più elevati di *disclosure* sulle emissioni di gas a effetto serra.

Le organizzazioni utilizzano il reporting ESG come mezzo per guadagnare la legittimità. Le evidenze empiriche dimostrano che le società cercano di astenersi

dal divulgare cattive notizie, di fornire spiegazioni alle accuse dei mass media, di incrementare le informazioni positive in ambito *corporate social reporting* o anche ridurle se pensano che potrebbe aiutarle a incrementare o mantenere un certo livello di legittimità (Susith & Stewart, 2014).

### 1.1.3 Stakeholder Theory

La *Stakeholder Theory* è stata utilizzata dalla letteratura come principale *framework* per spiegare le determinanti della *non-financial disclosure*.

Freeman (2010) definisce lo *stakeholder* come “ogni gruppo o individuo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento dell’obiettivo della società”<sup>3</sup>. Differenti autori definiscono varie categorie di gruppi di *stakeholder* enfatizzando la presenza di aspettative diverse e possibili conflitti di interessi.

Questa teoria è fondata sull’interesse dei vari gruppi di *stakeholder*, su come questi ultimi vengono influenzati dalle attività delle società e su come i manager devono affrontare le problematiche aziendali e le richieste, al fine di creare valore e raggiungere la sopravvivenza di lungo periodo (Freeman, Harrison, Wicks, Purnell, & deColle, 2010).

J.Guthrie, R.Petty, & F.Ricceri (2006) affermano che il *management* deve intraprendere le attività ritenute importanti dagli *stakeholders* e deve divulgare

---

<sup>3</sup> Freeman, R. E. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge university press., "any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm's objectives", 2010, pag.49



informazioni su queste attività, informazioni che vanno oltre la semplice performance economica o finanziaria.

La *stakeholder theory* si focalizza sia sul concetto di responsabilità sia sui diritti degli *stakeholders*. *Accountability* viene definita come la responsabilità verso una controparte nell'esecuzione di determinati compiti (Mulgan, 1997). Responsabilità intesa quindi come il compito di divulgare informazioni riguardo la performance, la posizione finanziaria e gli investimenti, in modo da aiutare gli utenti esterni a prendere decisioni consapevoli.

Negli ultimi trent'anni, gli *stakeholder* hanno fortemente incoraggiato le società a divulgare informazioni riguardo aspetti non finanziari delle loro attività (*ESG information*). Il fine è di comprendere in che modo le organizzazioni impattano sulla società e sull'ambiente esterno e di essere a conoscenza dei responsabili di eventuali effetti negativi. Le società reagiscono a queste forme di pressioni e cercano di costruire delle relazioni con gli *stakeholder*, comunicando le informazioni riguardo le prestazioni ESG. Queste informazioni sono generalmente contenute all'interno dei report annuali (Duran & Rodrigo, 2018).

Il concetto di *ESG reporting* è quindi chiaramente connesso con la *stakeholder theory*, la quale sottolinea che le società sono obbligate a soddisfare le esigenze degli *stakeholders* interni ed esterni. (Lokuwaduge & Heenetigala, 2017).

Analizzando la letteratura emergono differenti classificazioni e interpretazioni di questa teoria. La principale distinzione riguarda il ramo etico (morale o normativo) e il ramo manageriale (positivo).

Il ramo etico afferma che tutti gli *stakeholders* hanno gli stessi diritti e devono essere trattati in modo corretto dalle aziende, a prescindere dal loro livello di influenza e di potere (Deegan, 2009).

In questa ottica, anziché considerare solamente le controparti più rilevanti, che hanno un potere di controllo e/o forniscono delle risorse critiche, le organizzazioni dovrebbero tenere in considerazione tutti gli *stakeholders* e fornire loro le informazioni essenziali (Deegan & Unerman, 2006, Susith & Stewart, 2014).

Il ramo manageriale afferma, invece, che le organizzazioni hanno bisogno di identificare il gruppo di *stakeholders* chiave, focalizzandosi su quelli ritenuti più significativi e influenti, al fine di garantire la continuità e il successo dell'attività (Roberts, 1992; Davey, An & Eggleton, 2011).

Maggiore è la rilevanza delle risorse fornite, maggiore risulta essere lo sforzo da parte del management per soddisfare le aspettative di tali *stakeholders* (Deegan, 2009). A differenza dell'approccio etico, l'approccio manageriale è stato spesso utilizzato da studi empirici.

Roberts (1992) ha empiricamente testato l'abilità della *stakeholder theory* di spiegare il livello di *CSR disclosure*. I risultati dimostrano che il potere degli

*stakeholder*, la posizione strategica e le prestazioni economiche sono significativamente legati ai livelli di divulgazione informativa.

In un più recente studio, Thijssens, Bollen, & Hassink (2015) hanno analizzato come gli *stakeholder* secondari influenzino le decisioni manageriali riguardo la CSR disclosure. Utilizzando un campione di 199 grandi società, hanno empiricamente dimostrato che differenze nella *disclosure* ambientale sono causate dalle caratteristiche degli *stakeholder* con cui si confrontano (potere, urgenza e legittimità). Le società forniscono quindi una serie di informazioni, finanziarie e non finanziarie, in quanto devono soddisfare una certa responsabilità verso gli *stakeholder*. In cambio queste ottengono una serie di benefici come, ad esempio, il miglioramento della reputazione, la riduzione del costo del capitale, attirano un numero maggiore di investitori e migliorano le relazioni con gli *stakeholder* (Deegan, 2009, Susith & Stewart, 2014).

#### 1.1.4 Istitutional Theory

*Istitutional Theory* analizza il ruolo dei sistemi economici, politici e sociali e cerca di spiegare le ragioni della presenza di caratteristiche omogenee all'interno di uno stesso "*organisational field*".

DiMaggio & Powel (1983) definiscono un *organizational field* come "quelle organizzazioni che, nel complesso, costituiscono un'area riconosciuta della vita

istituzionale: fornitori chiave, consumatori di risorse e prodotti, agenzie di regolamentazione e altre organizzazioni che producono servizi o prodotti simili”<sup>4</sup>. Scott & Meyer (1994) affermano che esistono dei presupposti, delle credenze e delle aspettative all’interno di una società che determinano le pratiche organizzative all’interno delle aziende. Queste pratiche organizzative, tra cui la *disclosure* di informazioni, non sono adottate seguendo una logica di massimizzazione dell’efficienza ma devono soddisfare delle aspettative istituzionalizzate. In questa ottica, *l’Institutional Theory* si focalizza sulla legittimazione ottenuta dall’ambiente istituzionale. (Scott & Meyer, 1994, Galbreath, 2013).

*L’Institutional theory* può essere suddivisa in 2 dimensioni: l’isomorfismo e il disaccoppiamento. Il concetto che cattura meglio il processo di omogeneizzazione è l’isomorfismo. DiMaggio & Powell (1983) lo definiscono come “un processo limitante che forza un’unità in una popolazione ad assomigliare alle altre unità che affrontano lo stesso insieme di condizioni ambientali”<sup>5</sup>. A sua volta l’isomorfismo si suddivide in 3 sottocategorie:

---

<sup>4</sup> DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, “those organizations that, in the aggregate, constitute a recognized area of institutional life: key suppliers, resource and product consumers, regulatory agencies, and other organizations that produce similar services or products“, 1983, pag.148

<sup>5</sup>Op. cit. DiMaggio, P. J., & Powell, “a constraining process that forces one unit in a population to resemble other units that face the same set of environmental conditions”, 1983, pag.149.

- il processo coercitivo, che si riferisce all'influenza di fattori esterni come *stakeholder*, lavoratori e politiche di governo;
- il processo mimetico, basato sui tentativi di emulare e copiare le azioni di altre organizzazioni;
- il processo normativo, riferito alle pressioni che emergono da una serie di norme comuni per adottare determinate pratiche istituzionali (DiMaggio & Powel, 1983).

Attraverso questi processi isomorfici, le organizzazioni adottano una serie di pratiche istituzionali, che includono la *disclosure* di informazioni ESG e finanziarie (Deegan, 2009). Inoltre, le società a bassa capitalizzazione, che non affrontano sfide di legittimità, molto spesso operano in settori in cui il *reporting* è considerato essenziale. In questo caso, la pressione istituzionale le costringe ad agire (Higgins, Stubbs, & Milne, 2015).

Sono stati trovati pochi studi che hanno utilizzato questa teoria per spiegare il livello di *disclosure*. Baldini, Maso, Liberatore, Mazzi, & Terzani (2018) hanno analizzato l'influenza delle strutture sociali sulla divulgazione di informazioni ESG. I risultati dimostrano che il sistema culturale, politico e del lavoro influenzano i livelli di *disclosure*, tuttavia i risultati sono eterogenei e possono variare nei tre pilasti ESG. Secondo questa teoria, le organizzazioni sono spinte dal desiderio di diventare simili alle altre e adottano quelle pratiche aziendali che le società considerano "normali" (Susith & Stewart, 2014).

## **1.2 NON FINANCIAL INFORMATION DISCLOSURE: ANALISI DELLA DOMANDA**

Lo scopo del seguente paragrafo è di fornire una profonda analisi della domanda dei fattori ESG ed evidenziare le aree di controversia, impiegando varie ricerche e studi<sup>6</sup>

### 1.2.1 Environmental Social and Governance (ESG) factors

L'interesse verso la divulgazione di informazioni non finanziarie (NFI) ha subito una crescita esponenziale negli ultimi trent'anni. Questo forte interesse è guidato essenzialmente dalla necessità dei principali *stakeholder* di valutare la sopravvivenza delle società nel lungo periodo e di poter integrare queste informazioni nelle strategie di investimento. La crescente adozione della

---

<sup>6</sup> Si veda diffusamente:

Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103 (2018).

Fiandrino, S., "Disclosure of non-financial information. Evolutionary paths and harmonisation to mandatory requirements", Giappichelli Editore, pag. 1-162 (2019).

Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. Foundations of ESG investing: how ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83 (2019).

Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings. Available at SSRN 3438533 (2020).

Hübel, B., & Scholz, H. Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings. *Journal of Asset Management*, 21(1), 52-69 (2020).

Clementino, E., & Perkins, R. How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 1-19 (2020).

divulgazione di fattori ambientali e sociali permette di “individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori” (Unione Europea, 2014)<sup>7</sup>.

Una prima definizione di NFI è stata formulata da Gray, Owen, & Maunders (1987), descritta come "il processo di comunicazione degli effetti sociali e ambientali delle organizzazioni (in particolare le aziende) al di là del tradizionale ruolo di fornire un resoconto finanziario ai titolari di capitale, in particolare gli azionisti".<sup>8</sup> Da questa definizione, emergono due principali caratteristiche delle NFI; la prima si riferisce alle tematiche, nel senso che gli effetti sociali e ambientali sono le principali questioni affrontate, mentre la seconda si riferisce agli utenti di tali informazioni, ovvero tutti gli *stakeholder* e non solo azionisti e investitori (Fiandrino, 2020).

*Environmental, social and governance (ESG) information* è una sottocategoria delle NFI. Le *ESG information* non comprendono ad esempio la nozione di capitale intellettuale e di asset intangibile. Il termine ESG è stato coniato nel 2005 da uno studio chiamato “Who Cares Wins”, in cui si tratta i metodi di integrazione dei fattori ESG nel mercato dei capitali. Eccles & Krzus (2010) hanno suddiviso le NFI in tre principali classi: gli asset intangibili, i *Key performance Indicators (KPIs)*,

---

<sup>7</sup> DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

<sup>8</sup> Gray, Owen, & Maunders, Corporate Social Reporting, “the process of communicating the social and environmental effects of organizations (particularly companies) beyond the traditional role of providing a financial account to the owners of capital, in particular shareholders”, 1987, pag.9

ovvero delle misure quantitative dei risultati e le metriche ESG, che servono a spiegare le prestazioni ambientali, sociali e di governance (Fiandrino, 2020).

Una prima criticità deriva dal fatto che non esiste una condivisa e univoca definizione dei ESG. Varie fonti si focalizzano su differenti aspetti critici del ESG. Morningstar, ad esempio, si riferisce a questioni ambientali che gli investitori tradizionali e sostenibili considerano quando prendono decisioni di investimento (Morningstar). Robeco invece definisce ESG quei fattori utili a valutare società e paesi sui progressi compiuti in materia di sostenibilità (Robeco, n.d.). ESG sono quindi connessi con gli investimenti socialmente responsabili o etici e vengono utilizzati come indicatori di performance non finanziaria e di gestione del rischio.

I rischi ESG derivano da una serie di fattori non finanziari che possono emergere da ambiti ambientali e sostenibili, da problematiche di reputazione, da scelte tecnologiche o da sbagliate condotte lavorative ed etiche. Diversi studi hanno dimostrato empiricamente l'impatto di questi rischi nelle strategie di investimento e li ritengono finanziariamente rilevanti.

Altra problematica deriva dal fatto che non esiste una chiara definizione di quali siano i fattori ESG da considerare. Esistono delle guide generali che spiegano quali fattori dovrebbero essere presi in considerazione in una strategia di investimento sostenibile (UN Global Compact, PRI, Sustainable Stock Exchanges Initiatives, Sustainable Development Goals).



Il pilastro “*Environment*” tratta le problematiche connesse alla qualità e al rispetto dell’ambiente e dei sistemi naturali. I rischi ambientali sono ad esempio il cambiamento climatico, le emissioni di gas a effetto serra, l’energia rinnovabile, l’inquinamento dell’aria, acqua, e altre risorse naturali, e la gestione dei rifiuti.

La sottocategoria “*Social*” riguarda la gestione dei diritti e degli interessi delle persone o della comunità in senso ampio. Questi rischi includono, secondo il PRI, condizioni di lavoro, quali la schiavitù e il lavoro minorile, le comunità locali, comprese le comunità indigene, i conflitti, la salute e la sicurezza, nonché le relazioni con i dipendenti e la diversità. Il pilastro “*Governance*” invece si riferisce alle questioni relative alla governance di una società e di eventuali partecipate. Comprendono il rispetto dei diritti umani, la retribuzione, la corruzione, il lobbismo politico, la diversità e la struttura del consiglio d'amministrazione e la strategia fiscale per le imprese (PRI, 2018).

### 1.2.2 Finanza sostenibile: l’utilizzo di ESG information

Negli ultimi trent’anni, un numero crescente di investitori si è interessato all’impatto delle loro attività sulla società e sull’ambiente esterno. Il *Social Responsible Investment* (SRI) fonda le sue radici nel 1921, quando il Pioneer Group è stato il primo fondo comune di investimento ad escludere investimenti nel tabacco, alcool e gioco d’azzardo. Negli anni 80 il SRI diventa parte di una campagna di disinvestimento contro *l’apartheid* in Sud Africa.

Nonostante l'interesse verso tali strategie sia aumentato nei decenni, il focus e la terminologia si sono spostati da "investimenti etici" verso "investimenti ESG" e nomenclature simili (Eccles & Viviers, 2011). *ESG investment* è un termine molto ampio che comprende varie tipologie di approcci di investimento che affrontano varie tematiche e soddisfano diversi obiettivi. Gli *ESG investment* possono essere suddivisi in tre principali categorie: *ESG integration*, *values-based investing* e *impact investing*.

Eurosif (2014) definisce l'ESG integration come "l'inclusione esplicita da parte degli *asset managers* dei rischi e delle opportunità ESG nell'analisi finanziaria tradizionale e nelle decisioni di investimento basate su un processo sistematico e su fonti di ricerca appropriate".<sup>9</sup>

*ESG Integration* comporta l'utilizzo dei fattori ESG nell'analisi fondamentale in quanto ritiene che questi elementi siano rilevanti nella *performance* finanziaria degli investimenti. Questa strategia è quindi utilizzata per migliorare l'analisi finanziaria identificando i rischi e le opportunità che derivano da fattori non strettamente finanziari.

Il *values-based approach* o *Social Responsible investment*, è invece una tipologia di investimento che cerca di combinare lo scopo prettamente finanziario con

---

<sup>9</sup> Eurosif, European SRI Study 'the explicit inclusion by asset managers of ESG risks and opportunities into traditional financial analysis and investment decisions based on a systematic process and appropriate research sources', 2014.

obiettivi sociali ed ambientali (Sparkes, 2001). A differenza della ESG Integration, il *values-based approach* seleziona ed eventualmente esclude investimenti su determinate attività e prodotti utilizzando *negative screening*, seguendo dei principi etici. Le motivazioni sottostanti possono riguardare religione, valori personali e convinzioni politiche.

*L'impact investing* ha lo scopo di ottenere benefici in termini sociali e ambientali. L'obiettivo è quindi di investire nelle società in modo da ottenere un *outcome* positivo in termini di sostenibilità e cambiamento climatico.

L'utilizzo di fattori ESG nelle decisioni di investimento è stato promosso dalle *United Nations* nel 2006, quando hanno emanato i cosiddetti "*Principles for Responsible Investment (PRI)*", una serie di standard pratici offerti per l'adozione volontaria da parte degli investitori. L'applicazione di questi principi può allineare meglio gli investitori con gli obiettivi di una società, considerando i fattori ESG rilevanti.

Molti ricercatori hanno analizzato la relazione tra il profilo ESG delle società e il livello di rischio e di performance finanziario come base teorica per l'*ESG Investment*. Nonostante l'eterogeneità dei risultati ottenuti, la maggior parte delle ricerche ha trovato una relazione positiva tra ESG e performance finanziaria.

Khan, Serafeim, & Yoon (2015) affermano che le società che mostrano delle ottime performance su problematiche ESG rilevanti hanno prestazioni finanziarie migliori rispetto società con scarse ESG performance. Eccles, Ioannou, & Serafeim, (2011)

hanno invece dimostrato la natura di lungo termine dei fattori ESG. Le società sostenibili raggiungono performance migliori solamente nel lungo periodo.

Nonostante queste evidenze, la proliferazione di rating ESG e la mancanza di informazioni standardizzate impediscono l'integrazione dei fattori ESG nella maggioranza degli investimenti globali.

### 1.2.3 ESG Rating: una misura della performance ESG

Una misura crescente di investitori e manager considerano i rischi ESG all'interno delle loro procedure di *risk management*. I rischi derivanti dai fattori ESG sono difficilmente diversificabili, in quanto spesso impattano su un intero settore economico e non solo su singole industrie e imprese (Scholtens, 2017).

Le agenzie di *ESG Rating* si sono diffuse per rispondere alla crescente domanda da parte degli investitori socialmente responsabili. Al fine di stimare l'entità dei rischi ESG, gli investitori richiedono *ESG rating* per ottenere valutazioni delle performance ESG delle società su cui investono. Le agenzie di *rating*, aggregando una vasta gamma di informazioni, ottengono degli indicatori ESG che serviranno per dare un giudizio numerico, detto *score*, ad ogni società analizzata.

I *Rating ESG* sono infatti definiti come “le valutazioni di una società sulla base di una stima comparativa delle loro qualità, standard e performance, su questioni

ambientali, sociali o di governance”<sup>10</sup>. Mentre alcuni rating si focalizzano esclusivamente su informazioni non finanziarie, altri considerano sia dati finanziari e non finanziari al fine di dare un giudizio sul valore di lungo termine e sulla sostenibilità delle società (Scalet & Kelly, 2010).

Le agenzie di *Rating* esprimono un giudizio utilizzando informazioni pubblicamente disponibili, questionari, ricerche effettuate da terze parti, *sustainability o integrated reports* e informazioni provenienti dai siti web delle società.

Negli ultimi decenni, le agenzie di Rating ESG hanno assunto una tale importanza per investitori e imprese al punto di essere definite non solo come attori economici ma anche sociali, predisposti ad assumere un ruolo attivo all’interno della società, attraverso le loro significative azioni e interazioni.

Le più conosciute e affidabili terze parti, fornitrici di ESG report e ratings, sono Bloomberg ESG Data Service, Corporate Knights Global 100, Morgan Stanley Capital International, RepRisk, Sustainalytics Company ESG Reports e Thomson Reuters ESG Research Data.

Evidenze empiriche mostrano una correlazione positiva tra le attività di *sustainability management e reporting* e lo *score* attribuito dalle agenzie di ESG

---

<sup>10</sup> SustainAbility, Rating the Raters, “evaluations of a company based on a comparative assessment of their quality, standard or performance on environmental, social or governance issues”, 2019, pag.5

Rating. A esempio, Mackenzie, Rees, & Rodionova (2013) evidenziano che le attività dei manager sono correlate al punteggio ESG in quanto l'appartenenza ad un indice azionario ESG incoraggia le aziende a migliorare la gestione della sostenibilità e segnalare queste attività ad azionisti e *stakeholder*.

Tuttavia, la crescita esponenziale del numero di agenzie ESG Rating ha comportato una serie di criticità importanti. Il primo problema riguarda la comparabilità dei dati, in quanto gli stessi rischi ESG possono essere valutati diversamente. Chatterji, Durand, Levine, & Touboul (2016) documentano la mancanza di consistenza negli *score* ESG, implicando che i *rating* hanno una bassa validità di utilizzo.

Altra problematica riguarda la mancanza di trasparenza. Diversi studi evidenziano una mancanza di esaustiva comunicazione da parte delle agenzie di ESG Ratings dei criteri di misurazione e ponderazione utilizzati per valutare la sostenibilità aziendale.

Inoltre, i Ratings ESG possono essere influenzati dalle informazioni divulgate dalle società target. La *disclosure* rende così i *Ratings ESG* soggetti a potenziali comportamenti di *greenwashing* e a problemi di incompletezza delle informazioni.

#### 1.2.4 Analisi della domanda di ESG information

Negli ultimi decenni vi è stata una forte crescita della domanda di *ESG information* da parte di azionisti, creditori, *rating agencies* e regolatori finanziari. Secondo il London Stock Exchange, le informazioni si sono mosse da una posizione di

rilevanza periferica verso un ruolo centrale nell'analisi di investimento, lungo tutte le tipologie di asset. L'aumento dell'interesse verso il tema della sostenibilità è evidenziato dalla crescita dei sottoscrittori del *Principles for Responsible Investment (PRI)*. Il PRI è un'organizzazione internazionale che promuove l'utilizzo dei fattori ESG con l'obiettivo di sviluppare un sistema finanziario globale più sostenibile. Gli iscritti al PRI rappresentano oggi più di 100 trilioni di dollari in asset gestiti, in crescita rispetto ai 22 trilioni di dollari nel 2010. Dal 2006 il numero dei firmatari è passato da 100 ad oltre 3.000 (PRI, n.d.).

Secondo una recente ricerca, la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), analizzando i dati fino al 2019, ha affermato che le strategie di investimento sostenibili valgono circa 31 trilioni di dollari (Fig. 1.1).

Fig.1.1 Crescita globale degli investimenti sostenibili

Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 22,890</b>	<b>\$ 30,683</b>

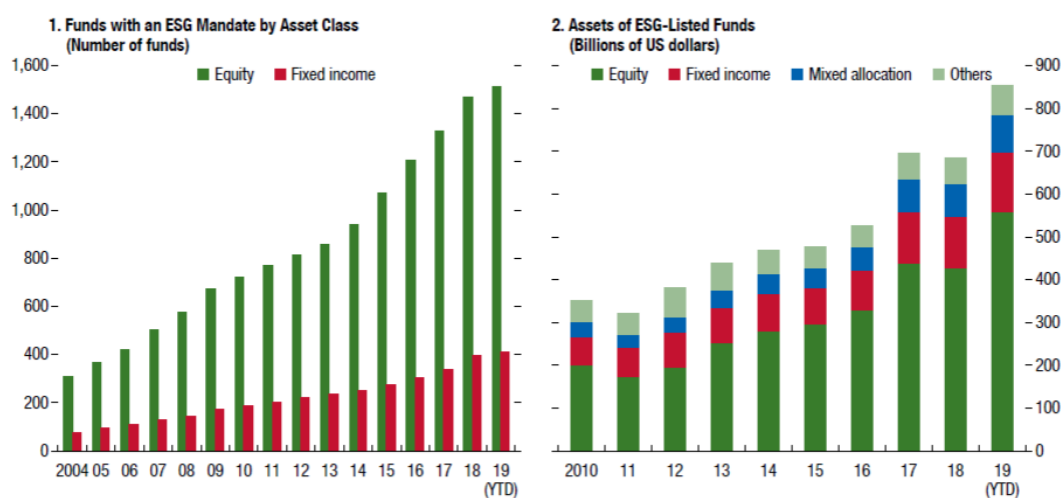
Fonte: Alliance, G. S. I. (2018). Global Sustainable Investment Review, GSIA Report, April.

In termini di singoli mercati, l'Europa gestisce la quota maggiore di investimenti sostenibili, pari a 14 trilioni di dollari, seguita dagli Stati Uniti. Il Giappone mostra

invece una crescita esponenziale dato che gli asset ESG tra il 2016 e il 2018 si sono quadruplicati. Canada, Nuova Zelanda e Australia presentano una crescita meno evidente in titoli ESG.

L'aumento della domanda di investimenti sostenibili ha generato un aumento dei flussi nei fondi comuni di investimento. Come affermato da Morningstar (2020), in Europa vi sono più di 2.200 fondi ed ETF sostenibili che utilizzano fattori ESG nella scelta di titoli o finalizzati ad ottenere un output positivo in termini di sostenibilità. La crescita dei fondi esg è principalmente riferita ai fondi azionari, che hanno raggiunto i 560 miliardi di dollari nel 2019 (Fig 1.2).

Fig. 1.2 Crescita dei fondi ESG



Fonte: IMF, April 2019 Global Financial Stability

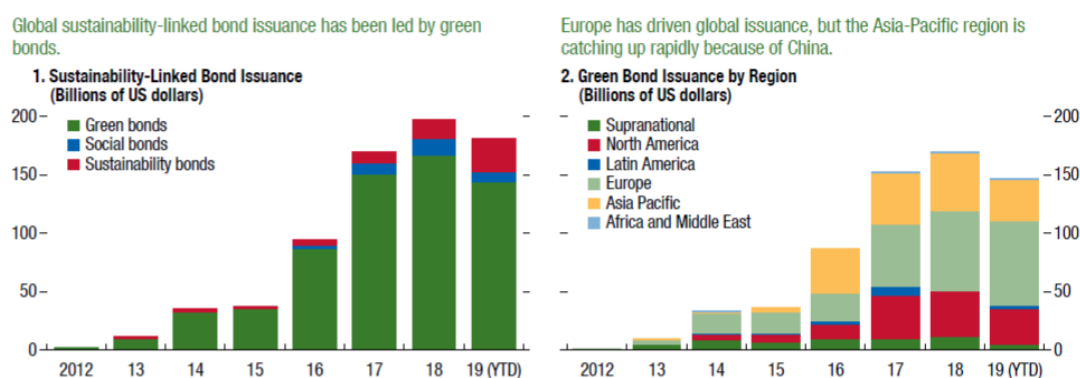
L'integrazione dei fattori ESG negli asset azionari è spinta da valutazioni di *materiality*, in quanto molti studi empirici mostrano un impatto positivo legato alla



riduzione del rischio, ad una migliore performance finanziaria e ad una coincidenza degli orizzonti temporali. Anche gli investimenti a reddito fisso sostenibile, come si può vedere dal grafico, mostrano una crescita, contenuta rispetto all'azionario, trainata dal riconoscimento che le problematiche ESG siano rilevanti nel rischio di credito (IMF, 2019).

L'emissione di obbligazioni sostenibili è stata favorita dall'emanazione di nuovi standard da parte dei principali paesi mondiali e dall'integrazione dei fattori ESG nei *rating* creditizi (Fig.1.3). L'Europa rappresenta il paese con la quota maggiore di obbligazioni ESG, con un aumento costante di emissioni dal 2013. I paesi dell'Asia stanno recuperando terreno in quanto recentemente la Cina ha aumentato lo stock fino a 590 miliardi di dollari, dai 78 miliardi di dollari nel 2015 (IMF, 2019).

Fig. 1.3 Sviluppo nel mercato globale dei titoli di debito sostenibili



Fonte: IMF, April 2019 Global Financial Stability

La crescente domanda di informazioni ESG è quindi principalmente guidata da investitori istituzionali e dal riconoscimento della rilevanza della sostenibilità nelle scelte di investimento. I governi stanno considerando delle riforme in ambito *disclosure* in risposta alla crescente richiesta di miglioramento della trasparenza ed dell'affidabilità delle informazioni.

### **1.3 ESG DISCLOSURE: L'OFFERTA DI INFORMAZIONI NON FINANZIARIE**

Il seguente paragrafo fornisce una panoramica generale sullo stato attuale dell'offerta informativa non finanziaria, con il fine di evidenziare le aree di miglioramento, impiegando varie ricerche e studi empirici<sup>11</sup>.

#### 1.3.1 Financial vs non-financial reporting

Negli ultimi decenni vi è stato un significativo aumento del numero delle società che redigono report finanziari e non finanziari, il quale ha generato una sorta di

---

<sup>11</sup> Stolowy, H., & Paugam, L. "The expansion of non-financial reporting: an exploratory study", *Accounting and Business Research*, 48(5), 525-548 (2018).

Eccles, R. G., & Serafeim, G. "Corporate and integrated reporting", *Corporate stewardship: Achieving sustainable effectiveness*, pag.156 (2015).

Harper Ho, V. E., & Park, S. "ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting." *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 41(2) (2019).

Buallay, A. "Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector." *Management of Environmental Quality: An International Journal*. (2019).

confusione tra i vari utenti, che prende il nome di “*information overload*”. In questo contesto, gli *stakeholder* rischiano di ricevere più informazioni di quelle richieste che può pregiudicarne la capacità di prendere le decisioni fondamentali (Eppler & Mengis, 2004).

In aggiunta, le società possono innescare comportamenti di “*greenwashing*”, ovvero delle strategie mirate a diffondere informazioni ingannevoli e dichiarazioni false riguardo la sostenibilità dei prodotti e delle attività delle società stesse.

Queste problematiche sono innescate da diversi fattori, tra cui la mancanza di una univoca definizione di report non-finanziario. In un recente studio, Haller, Link, & Groß (2017) evidenziano che non esiste una chiara distinzione tra informazioni finanziarie e non finanziarie, né una definizione unitariamente accettata.

ESG reporting viene definito dal *Principles of responsible Investment* (PRI) come la formale divulgazione di informazioni ESG, esterna ai report finanziari annuali richiesti dai principi contabili. Nei diversi studi accademici, questa tipologia di report assume diverse denominazioni quali *sustainability reports*, *corporate social responsibility (CSR) report*, *corporate social disclosure (CSD) report*, *global reporting initiative (GRI) report*, *corporate responsibility report* e *triple bottom line (TBL) report*. Deloitte definisce il *sustainability report* come il processo di raccolta e divulgazione di aspetti non finanziari delle performance aziendali, incluse questioni ambientali, sociali, lavorative, etiche e l'utilizzo di indicatori e di misurazioni, basati sulla strategia aziendale.

Altra distinzione tra il reporting finanziario e non finanziario riguarda il processo evolutivo e lo stato attuale di regolamentazione e standardizzazione. Il *financial reporting* è considerato oggi una risorsa comparabile ed affidabile, ben definito da standard internazionali (vedi IFSR-IASB, FASB) ed è obbligatorio per la grande maggioranza delle società. L'*ESG reporting*, al contrario, è ancora in una fase primordiale, in quanto non ha uno standard globalmente accettato e ciò ne comporta problemi di affidabilità e comparabilità.

Gli ESG report spesso sono redatti seguendo dei *reporting standard* su base volontaria pubblicati da iniziative ed enti privati. I principali *reporting standard* sono il *Global Reporting Initiative (GRI)'s framework*, *l'ISO 26000 CSR guidelines*, *l'OECD Guidelines for Multinational Enterprises (OECD Guidelines)*, *United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights*.

Altre organizzazioni hanno invece lo scopo di integrare informazioni ESG all'interno dei report annuali, quali il *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, *l'International Integrated Reporting Council (IIRC)*, *l'integrated reporting framework* e il *Climate Disclosure Project (CDP) environmental reporting standards*. Il possibile utilizzo di differenti standard limita la comparabilità dei report ESG.

Inoltre, mentre il report finanziario ha come destinatari principali investitori e finanziatori della società, l'*ESG reporting* è redatto tenendo in considerazione i bisogni informativi di un'ampia gamma di *stakeholder*, includendo dipendenti,

clienti, fornitori, comunità locali e *NGOs*. Tuttavia, la mancanza di qualità dei dati impedisce un sicuro utilizzo di informazioni ESG, in quanto diversi studi evidenziano mancanza di credibilità, rilevanza e tempestività dei dati.

Altri studi si sono invece focalizzati sull'*audit*. Questi dati sono raramente sottoposti a processi di revisione e ciò non rappresenterebbe comunque una garanzia di affidabilità per gli investitori.

Inoltre, i report ESG vengono pubblicati tendenzialmente in ritardo rispetto ai report finanziari, rendendo così le informazioni incluse meno rilevanti.

#### 1.3.2 Accessibilità alle informazioni finanziarie

L'*ESG reporting* può essere suddiviso in due funzionalità principali: la funzione informativa e la funzione di trasformazione. La prima ha lo scopo di trasmettere, a tutte le controparti interessate, le informazioni necessarie a prendere decisioni di investimento consapevoli e ampliare la conoscenza degli *stakeholder*, focalizzandosi sull'impatto dell'attività delle società sulla performance finanziaria di lungo termine e sul livello di sostenibilità. Diversi studi empirici dimostrano una correlazione positiva tra il livello di *disclosure* di fattori ESG e la riduzione del costo del capitale, a seguito di una minore asimmetria informativa.

La funzione di trasformazione è riferita al coinvolgimento degli *stakeholder* nel processo decisionale e di collocamento delle risorse finanziarie. In questo modo le controparti, dopo aver ricevuto e valutato le informazioni, hanno l'opportunità di

influenzare il comportamento delle aziende e poter cambiare potenziali comportamenti scorretti. Le attività di coinvolgimento, attivismo e cambiamento permettono la trasformazione delle società. Ad esempio, Grewal, Jody, George Serafeim, Aaron Yoon (2016), in un recente paper, hanno dimostrato che le società che soddisfano le proposte degli azionisti hanno migliori performance in tema ESG nelle problematiche rilevanti.

Tuttavia, le numerose differenze presenti tra il financial e non financial reporting confermano che la funzione di informazione e di trasformazione sono incomplete e molto spesso inefficaci. Eccles and Krzus (2017) hanno analizzato gli effetti della regolamentazione della *disclosure* ESG in diversi paesi. I risultati dimostrano che, nonostante ci sia un incremento del livello informativo, la *disclosure* varia sia tra le diverse società che nei diversi stati.

La scelta del giusto canale informativo è importante per assicurare agli *stakeholder* di ricevere informazioni rilevanti, facilmente accessibili e tempestive. Al fine di soddisfare i diversi bisogni conoscitivi, è fondamentale utilizzare differenti canali informativi tra cui report finanziari annuali, documentazioni obbligatorie, report sostenibili e altre tipologie di report. La scelta del canale informativo per divulgare informazioni ESG è influenzata anche dal contesto normativo in cui operano le aziende e dalle strategie di business adottate. Le regolamentazioni e le regole di quotazione possono obbligare le società ad integrare informazioni ESG all'interno dei report annuali o in altri documenti obbligatori. Oppure le società possono

scegliere volontariamente di divulgare determinate informazioni su base volontaria scegliendo il canale informativo appropriato.

Le principali categorie di ESG report sono il report annuale, il report di sostenibilità e l'*Integrated report*.

Le società possono decidere di integrare i fattori ESG ritenuti rilevanti per le loro attività all'interno dei report finanziari. Nonostante la crescente diffusione di *standard framework* e regolamentazioni ESG, un recente sondaggio dimostra che gli investitori ritengono che la migliore risorsa per le informazioni non finanziarie sia il report annuale (EY 2017). Gli investitori preferiscono i report annuali, anche se presentano un livello informativo inferiore rispetto le altre fonti, in quanto sono percepiti come più affidabili.

Attualmente, il numero maggiore di informazioni ESG viene diffuso utilizzando report di sostenibilità, il quale contenuto e struttura viene definito dalle singole società seguendo le linee guida dei *private standard setter* o degli enti di regolamentazione. Il più diffuso tra i *reporting framework* è il Global Reporting Initiative (GRI)'s *framework*, il quale copre un ampio range di fattori ESG. I report di sostenibilità permettono di migliorare il processo decisionale interno, raggiungere una maggiore trasparenza e contribuisce ad una maggiore stabilità finanziaria e ad un miglioramento nella sostenibilità sociale. Questa tipologia di report, inoltre, permette di avere un quadro completo delle performance aziendali, mostrando sia risultati finanziari che non finanziari.

*L'Integrated report* è definito come l'informazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive aziendali consentono di creare valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto in cui operano (IIRC 2013). L'idea di base è rappresentare le differenti dimensioni di performance all'interno di un report integrato che si focalizzi sulla connessione delle risorse e delle relative informazioni al fine di spiegare il processo di creazione di valore. Il reporting framework è stato pubblicato nel 2013 dall'International Integrated Reporting Council. Questa tipologia di report riesce ad integrare meglio le funzioni di informazione e di trasformazione. La funzione di trasformazione è infatti ottenuta mediante il pensiero integrato, definito come l'insieme delle relazioni fra le unità operative e le funzioni di un'organizzazione, così come dei capitali che quest'ultima adopera o influenza (IIRC 2013). Inoltre, all'interno del report devono essere presenti informazioni riguardo la natura e la qualità delle relazioni della società con gli *stakeholder* chiave.

### 1.3.3 Analisi dell'offerta di informazioni non finanziarie

A livello globale si osserva una crescita del livello quantitativo delle informazioni ESG, una tendenza legata all'aumento delle misure normative sulla divulgazione ESG. Questo trend è confermato da uno studio di KPMG, che ha analizzato il campione delle 250 più grandi società in termini di fatturato. A livello globale, circa



l'80 per cento delle grandi società includono informazioni ESG all'interno dei report annuali.

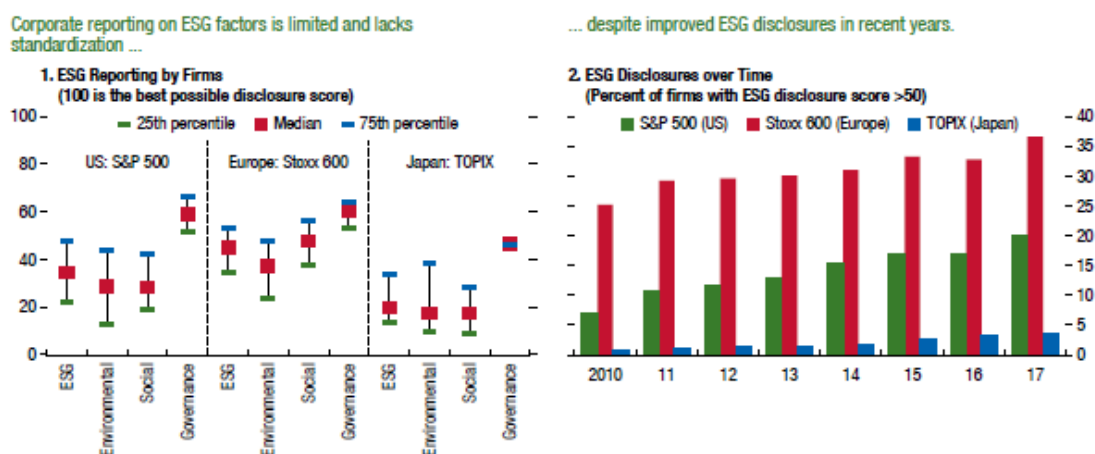
Un recente studio condotto dall'International Monetary Fund mostra tuttavia un inconsistente livello di *disclosure* nelle società quotate in Europa, Stati Uniti e Giappone. Nonostante il livello di *disclosure* sia aumentato costantemente nell'ultimo decennio, vi è una forte differenza nelle dimensioni ambientali sociali e di governance. La governance risulta essere il fattore maggiormente affrontato rispetto alle altre due dimensioni.

Si può osservare dal grafico sottostante il primato dell'Europa rispetto ad altri paesi. Le società quotate in Europa dimostrano un maggiore livello di *disclosure* ESG, misurato utilizzando un *disclosure score*, rispetto agli altri paesi, sia in termini di valore assoluto che in percentuale di società con uno score superiore a 50 punti. Questa grande differenza è spiegata principalmente dall'adozione volontaria dei reporting frameworks.

Un recente studio condotto dall'IIRC ha analizzato il trend del *sustainability reporting* e dell'*integrated report* delle società quotate nello S&P 500. Le evidenze dimostrano che in un campione totale di 395 società, circa il 78 per cento emettono *sustainability report*. Se si considerano le singole dimensioni, la quota delle società che integrano dimensioni ambientali scende a 357 società, mentre per la dimensione sociali solo 320. Inoltre, circa il 40% di queste società, includono volontariamente alcuni aspetti della sostenibilità all'interno dei report annuali, nonostante la natura

e la quantità di informazioni variano ampiamente nei *reporting framework* e dalla mancanza di una standard globalmente accettato.

Figura 1.4 ESG reporting limitato e privo di standardizzazione, *Global financial stability report*, (IMF,2019).



Fonte: IMF, April 2019 Global Financial Stability

La società KPMG in una ricerca del 2017 ha analizzato il trend globale del ESG reporting. I risultati mostrano una crescita stabile anche se contenuta del numero delle società che specificatamente etichettano i loro report come “integrati”. Il campione è formato da 4.900 società che comprendono le 100 società migliori in termini di fatturato di 49 diversi paesi. Nel 2017, la percentuale di società che utilizzano il report integrato è pari al 14% rispetto all’11% del 2015. Questa crescita ha riguardato soprattutto 4 paesi, in particolare Giappone, Brasile, Mexico e Spagna.

## **CAPITOLO 2: PRINCIPALI AREE CRITICHE DELLE INFORMAZIONI NON FINANZIARIE**

### **2.1 TRASPARENZA NON FINANZIARIA: ANALISI QUALITATIVA DELLE INFORMAZIONI DIVULGATE**

#### 2.1.1 ESG reporting e il livello di trasparenza informativa

L'ESG è un ampio concetto che comprende la contribuzione delle società nello sviluppo di una realtà sostenibile. L'ESG reporting è inteso come uno strumento essenziale per ridurre l'asimmetria informativa e potenziare le relazioni con investitori, clienti, fornitori e altri *stakeholder*. La pressione da parte di specifici portatori di interesse determina il livello richiesto di trasparenza informativa, influenzando le scelte aziendali. La trasparenza viene definita come “la mancanza di secondi fini e influenze, accompagnati dalla disponibilità di informazioni necessarie per la collaborazione, la cooperazione e il processo decisionale collettivo<sup>12</sup>.”

L'immagine di una società è percepita in base alla qualità e quantità delle informazioni non finanziarie, che sono a loro volta condizionate da fattori istituzionali e organizzativi. La pressione dei *social media* è un fattore decisivo del

---

<sup>12</sup> the Business Dictionary, “Lack of hidden agendas and conditions, accompanied by the availability of full information required for collaboration, cooperation, and collective decision making.”, [www.businessdictionary.com/definition/transparency.htm](http://www.businessdictionary.com/definition/transparency.htm)

grado di trasparenza, che impatta sulla comparabilità e sull'utilità delle informazioni che le società decidono di divulgare (Garcia-Sanchez, Cuadrado-Ballesteros and Sepulveda 2014).

La quantità di dati ESG presenti nei *reporting statement*, rappresenta quindi il livello di responsabilità delle aziende nel raccogliere e divulgare dati, nello specifico riguardanti rischi sociali ambientali e di governance.

Nella letteratura, diversi studi si sono soffermati nell'analisi della trasparenza dei *report ESG*<sup>13</sup>. Dando and Swift (2003) ad esempio affermano che la trasparenza ESG non è spiegata totalmente dalla quantità di informazioni che vengono divulgate. La trasparenza, intesa come grado di responsabilità e impegno verso la sostenibilità, si può raggiungere solo grazie all'esistenza dell'*independent assurance*, ossia il processo di verifica di affidabilità dei report eseguito da terze parti. Inoltre, gli autori aggiungono che, per fornire informazioni trasparenti e

---

<sup>13</sup> Si veda diffusamente:

Fernandez-Feijoo,B., Romero,S. & Ruiz,S., “Effect of Stakeholders’ Pressure on Transparency of Sustainability Reports within the GRI Framework”, J Bus Ethics Vol.122, 53–63(2014),

Yu,E., Guo,C.& Luu,B., “Environmental, social and governance transparency and firm value”, Business Strategy and the Environment ,Vol.27 N.7, 987-1004(2018),

Baldini,M., Dal Maso,L., Liberatore,G., Mazzi,F. & Terzani,S., “Role of Country-and Firm-Level Determinants in Environmental,Social, and Governance Disclosure”, J Bus Ethics Vol.150,79–98,(2018),

Tamimi, N., & Sebastianelli, R., “Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores”, Management Decision Vol.55 N.8, 1660-1680 (2017).

affidabili è importante sollecitare lo sviluppo di reporting standard che siano globalmente accettati e allineare i criteri e principi degli standard già esistenti.

Eccles, Ioannou & Serafeim (2012) hanno analizzato gli effetti della sostenibilità sul comportamento e sulla performance aziendale. Utilizzando un campione di 180 società, gli autori sottolineano che le società, che hanno adottato politiche ESG in diversi esercizi, denominate società ad alta sostenibilità, presentano caratteristiche fondamentali diverse rispetto alle aziende che non adottano politiche sostenibili, società a bassa sostenibilità. La trasparenza ESG viene inoltre stimata come l'enfasi che le società assegnano alle informazioni non finanziarie rispetto quelle finanziarie. Gli autori concludono quindi che le società ad alta sostenibilità generano rendimenti azionari più elevati, hanno una forza lavoro più impegnata, una base di clienti maggiori e sono percepite come più trasparenti.

Molti studi accademici mostrano l'inesistenza di un chiaro obiettivo di studio e di una singola metodologia per misurare il livello di trasparenza ESG.

Nella pratica, spesso si utilizzano rating di terze parti che misurino la trasparenza informativa. Tra i vari rating ESG, il "*Bloomberg ESG Disclosure Score*" è il più noto ed utilizzato negli studi di *disclosure*, in quanto è diretto a misurare la quantità di dati ESG che le società pubblicano annualmente, tralasciando la misura della performance ESG. Il punteggio è compreso tra 0 e 100 in relazione alla portata delle informazioni ESG comunicate.

Il punteggio ottenuto viene rielaborato attraverso dei sistemi di ponderazione in

base all'importanza dei fattori analizzati e all'industria dove operano le aziende selezionate.

Eccles e Krzus (2011) enfatizzano l'importanza della trasparenza, che riflette le crescenti preoccupazioni degli investitori verso la sostenibilità aziendale, mediante l'utilizzo del "Bloomberg ESG disclosure score". Questo indicatore è puramente rappresentativo della bontà della gestione aziendale.

È importante riconoscere le attuali limitazioni nel poter stimare la qualità delle informazioni ESG in quanto non vi è una solida base di comparazione e metodologia per poter misurare la disclosure. Si evidenzia la mancanza di una certa correlazione tra bontà dei dati relativi alla sostenibilità e il livello divulgativo.

Il livello quantitativo della disclosure non può essere assolutamente utilizzato come stimatore della qualità dei dati, per cui questo concetto si presenta come il maggior limite di varie ricerche.

#### 2.1.2 Trasparenza: Fattori che influenzano il livello di ESG disclosure

Il grado di trasparenza delle informazioni finanziarie è influenzato da numerosi fattori, esterni o interni, tra cui l'azione dei diversi partecipanti ai mercati finanziari e il livello di regolamentazione della disclosure. La quantità di informazioni divulgate è stata ampiamente analizzata utilizzando vari *theoretical frameworks*.

La *stakeholder theory*, ad esempio, è fondata sull'interesse dei vari gruppi di stakeholder, su come questi ultimi vengono condizionati dalle attività delle società e su come i manager gestiscano eventuali relazioni conflittuali.

L'*Institutional theory* e la *legitimacy theory* invece, si basano rispettivamente sulle pressioni esterne da parte di investitori e organizzazioni esterne e sull'importanza dell'accettazione sociale, che garantisce la sopravvivenza di una impresa.

Molte ricerche dimostrano come l'introduzione di nuove e stringenti regolamentazioni, abbia migliorato il livello di trasparenza ESG. La direttiva 2014/95, che disciplina le comunicazioni di informazioni di carattere non finanziario, è un esempio di come la legislazione possa migliorare la quantità e la consistenza dei dati ESG.

Anche le principali iniziative private, che forniscono reporting standard di natura volontaria, hanno fornito il loro contributo in ambito di trasparenza. Ad esempio, i *GRI Standard* forniscono linee guida in merito al contenuto degli ESG reporting per migliorare la trasparenza informativa. Questi principi sono: equilibrio, comparabilità, accuratezza, tempestività, chiarezza e affidabilità.

Il contenuto dei non financial report, ciò nonostante, varia notevolmente a causa della mancanza di orientamenti normativi che stabiliscano una regola comune di dove e come divulgare certe tipologie di informazioni.

Differenze nel contenuto sono causate da fattori quali il settore di appartenenza e il paese in cui è quotata l'azienda.

In assenza di una standardizzazione, le attività aziendali sono presentate in maniera confusa sia in termini di contenuto che di valore, con la conseguenza di poter far sorgere eventuali comportamenti scorretti da parte delle imprese stesse (*greenwashing*).

Le autorità di regolamentazione fissano i requisiti obbligatori o volontari per incoraggiare le imprese a divulgare un maggior quantitativo di informazioni. Tuttavia, una migliore trasparenza informativa ESG può essere raggiunta solamente con una profonda collaborazione tra borse, regolatori, investitori e organizzazioni private che pubblicano reporting standard (Yu, Guo, & Luu, Environmental, 2018). Molti studi si sono concentrati sui fattori interni ed esterni che determinano il livello di trasparenza informativa. A livello aziendale, la capitalizzazione è un fattore determinante del livello di trasparenza.

Aguinis e Glavas (2012) affermano che la maggiore capitalizzazione permette di ottenere una migliore visibilità e maggiori risorse rafforzando così il processo di reporting ESG. La maggiore visibilità comporta uno scrupoloso giudizio da parte degli *stakeholders* e una maggiore attenzione degli enti di regolamentazione.

Evidenze empiriche inoltre evidenziano che fattori relativi alla governance hanno una forte influenza in quanto riducono i costi di agenzia associati alla separazione di proprietà e di controllo. Caratteristiche come la grandezza, l'indipendenza e la diversità di genere del consiglio di amministrazione sono positivamente correlate con il livello di ESG *disclosure*.



*Tamini e Sebastianelli (2017)* analizzando le società quotate nello S&P 500 evidenziano come il “Bloomberg disclosure ESG score” sia positivamente influenzato dalla grandezza e dalla diversità di genere dei consigli di amministrazione. Un punteggio maggiore è connesso con le società che collegano compensazione esecutiva a punteggi ESG e nelle società che permettono dualità CEO, ossia permettendo alla stessa persona fisica di detenere la posizione di amministratore delegato e di presidente del consiglio di amministrazione.

Altri studi empirici dimostrano invece come le caratteristiche dei singoli paesi possano incidere sulla trasparenza ESG tra le quali si distinguono il livello di ricchezza, lo stato di regolamentazione ed il sistema politico dei singoli stati.

Gnyawali (1996) afferma ad esempio che i cittadini residenti nei paesi più ricchi siano più istruiti e richiedano maggiori informazioni riguardo le prestazioni non finanziarie delle società. Baldini, *et al* (2018) hanno analizzato l’influenza delle strutture sociali nella trasparenza ESG, utilizzando un campione globale di società. I risultati mostrano come il tasso di disoccupazione sia un indicatore di trasparenza ESG, in quanto i manager cercheranno di attrarre dipendenti altamente qualificati attraverso la divulgazione ESG; i dipendenti considerano la sostenibilità aziendale un indicatore di buone prospettive di carriera. Al contrario, il livello di corruzione riduce la disclosure, in quanto le società saranno più propense ad adottare pratiche non sostenibili, comportamenti scorretti (tra cui il *greenwashing*) e sono meno favorevoli a divulgare informazioni sulle pratiche sostenibili.

## 2.2 GREENWASHING NELLA DISCLOSURE ESG

### 2.2.1 Tassonomia del Greenwashing

A seguito di un'analisi preliminare, emerge come la qualità e il contenuto dei report ESG vari significativamente tra le diverse società e tra i differenti Paesi. L'attuale stato delle informazioni non finanziarie rende arduo il processo di valutazione della trasparenza, delle performance e delle responsabilità delle società verso le attività sostenibili. Gli *stakeholder* sono costretti ad affidarsi ai dati divulgati dalle società, che non sempre rispecchiano l'effettivo livello di *engagement* con le strategie ESG adottate.

Questo ambiente insufficientemente disciplinato, è una delle cause scatenanti un serie di comportamenti scorretti, denominati “greenwashing”<sup>14</sup>. La pratica del *greenwashing* può intaccare il grado fiducia che i principali stakeholders ripongono

---

<sup>14</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

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

Delmas, M. A., & Burbano, V. C. “The drivers of greenwashing”, *California management review*, Vol. 54 N.1, 64-87 (2011),

Torelli, R., Balluchi, F., & Lazzini, A., “Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions”, *Business Strategy and the Environment*, Vol.29N.2, 407-421(2020),

Mahoney, L. S., Thorne, L., Cecil, L., & LaGore, W., “A research note on standalone corporate social responsibility reports: Signaling or greenwashing?”, *Critical perspectives on Accounting*, Vol.24 N.4, 350-359 (2013).

nelle società ritenute “*environmental friendly*”, creando così un flusso di capitali in uscita nelle strategie di investimento socialmente responsabile.

Di conseguenza, il *greenwashing* può essere visto come una barriera all'integrazione dei fattori ESG nei portafogli di investimento, dal momento che i dati sono raramente soggetti a revisione, non sono sempre comparabili e vengono visti come non affidabili agli occhi degli investitori esterni.

A causa della sua natura complessa, non esiste definizione condivisa del concetto di *greenwashing*. L'Oxford Dictionary definisce il *greenwashing* come la “disinformazione diffusa da un'organizzazione nel presentare un'immagine pubblica ambientalmente responsabile”.<sup>15</sup> Un'altra definizione, ampiamente accettata dalla letteratura, è riferita “all'atto di indurre in errore i consumatori riguardo alle pratiche ambientali di un'impresa o ai benefici ambientali di un prodotto o servizio”<sup>16</sup>.

Il *greenwashing* deriva dunque dalle decisioni aziendali di divulgare informazioni fuorvianti che possano essere vantaggiose per le aziende stesse ma che implicano degli *outcome* negativi per la collettività.

---

<sup>15</sup> Oxford Dictionary, “Disinformation disseminated by an organization so as to present an environmentally responsible public image.”

<sup>16</sup> TerraChoice Group, Inc (2009), “the act of misleading consumers regarding the environmental practices of a company or the environmental benefits of a product or service.”, The seven sins of *greenwashing*, pag.1

La letteratura discute diverse forme di greenwashing ma senza giungere ad un'unica classificazione condivisa. Yua, Luub and Chenc (2020) ad esempio, suggeriscono la suddivisione in 3 principali classi di greenwashing.

La prima tipologia è il “greenwashing strategy”, definita come la strategia e il comportamento finalizzato ad aumentare il valore delle società. Le società cercano di diluire le scarse prestazioni in abito sostenibile all'interno di una grande quantità di dati e informazioni, diffuse al fine di fuorviare i loro *stakeholder*.

Altri autori descrivono questa tipologia di greenwashing come il “comportamento di disaccoppiamento”. In questa concezione, la disclosure è vista come l'azione simbolica con la quale le società tendono a distogliere l'attenzione sui reali problemi di sostenibilità. Questa strategia di “green talk” si realizza redigendo ESG report con il solo scopo di soddisfare le richieste degli *stakeholder* ma senza un concreto piano di azione (Vollero, Conte and Amabile 2017).

Si evidenziano due tipologie di approcci nella disclosure. In primo luogo, l'approccio sostanziale, secondo cui la disclosure sostenibile riflette la reale performance delle società, mentre l'approccio simbolico serve a convincere utenti esterni di essere coerenti con le norme sociali in termini di sostenibilità, mentre le reali performance e politiche possono divergere.

Il *greenwashing* è definito come il “gap” tra il comportamento simbolico e sostanziale delle società, ovvero descrive tutte quelle aziende che pur avendo un

rendimento ESG scarso, allo stesso tempo adottano una comunicazione positiva in grado di mascherare la reale situazione (Walker and Wan 2011).

La seconda tipologia di *greenwashing* è invece riferita alla selezione di informazioni da propagare, con il fine di ingannare gli investitori. Le società che adottano questo comportamento cercheranno di diffondere solamente informazioni positive, trattenendosi dal rivelare notizie riguardo i rischi potenziali e i fattori negativi.

Si tratta di un comportamento simbolico, in cui le società cercano di mantenere o guadagnare un certo livello di legittimità attraverso l'eccessiva divulgazione di indicatori di rendimento positivi mentre si tende a nascondere indicatori di performance negativi, rappresentativi della vera rischiosità aziendale (Marquis 2016). In questo modo le società creano un'immagine positiva delle loro prestazioni non finanziarie.

Evidenze empiriche suggeriscono che una maggiore regolamentazione e un più stringente controllo possano disincentivare le società nell'intraprendere questa tipologia di comportamento (Marquis 2016).

Infine, la terza categoria racchiude il *greenwashing* a livello di prodotto. Si tratta di una strategia aziendale che consiste nel dichiarare e pubblicizzare caratteristiche ecosostenibili dei propri prodotti, attraverso false affermazioni o utilizzando metodologie distorte, poco comprensibili.

Le società forniscono informazioni fuorvianti riguardo le caratteristiche dei prodotti, utilizzando pubblicità, etichette, imballaggi o false certificazioni (Torelli, Balluchi, & Lazzini, 2020). Un recente studio basato sui dati relativi al consumo italiano, ad esempio, indica come l'utilizzo di etichette "sostenibili", applicate ai prodotti, possano influenzare le decisioni di acquisto (Testa, et al. 2015).

Netto *et al.* (2020), attraverso sull'analisi della letteratura, suddividono invece il *greenwashing* in due forme principali.

In primo luogo, definiscono il "claim greenwashing", come l'utilizzo di dichiarazioni, esplicite o implicite, che cercano di attribuire false proprietà sostenibili ai propri prodotti o servizi, pubblicizzando indicazioni fuorvianti.

A tale tipologia, si contrappone il "executional greenwashing", che si contraddistingue per l'utilizzo di elementi, quali delle immagini con particolari colori o suoni, che evocano la natura sostenibile dei prodotti allo scopo di migliorare l'immagine dell'azienda.

Esempi di elementi fuorvianti sono ad esempio sfondi che rappresentano paesaggi naturali, immagini di animali in via di estinzione, fonti di energia rinnovabili e tutto ciò che può essere collegato al mondo della sostenibilità.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Utilizzando questa classificazione, sono state prodotte ulteriori tassonomie del greenwashing. Per un ulteriore approfondimento si rimanda a: Yang, Z., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. N., Nguyen, T. T. N., & Cao, T. T., "Greenwashing behaviours: causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review", *Journal of Business Economics and Management*, Vol. 21 N5: 1486–1507 (2020).

La comprensione delle differenti tipologie di *greenwashing* beneficia sia gli *stakeholder* che le principali istituzioni, in quanto quest'ultime saranno in grado di comprendere i principali effetti delle false comunicazioni sostenibili e di sanzionare tali comportamenti.

### 2.2.2 Motivazioni che spiegano l'adozione del *greenwashing*

La letteratura ha utilizzato rispettivamente la *legitimacy* e l'*institutional theory* per spiegare le motivazioni che generano il *greenwashing*. Divulgare false informazioni riguardo la performance sostenibile è una strategia di legittimazione, in cui le aziende redigono volontariamente ESG report per promuovere una falsa immagine di valori sociali e ambientali. (Lindblom 1994) afferma che per ottenere la legittimazione, le società manipolano le percezioni degli *stakeholder* attraverso strategie legittimanti, che possono includere ad esempio divulgazioni mirate (Deegan, 2002).

Il *greenwashing* si basa nella percezione che le azioni di un'azienda siano desiderabili, corrette o appropriate all'interno di un sistema sociale formato da norme, valori e credenze (Suchman 1995).

In merito agli studi empirici, Patten (2002) ha analizzato la relazione esistente tra la performance e la disclosure ESG. I risultati dimostrano che le società con alti livelli di emissioni di sostanze tossiche (scarsa performance ESG) sono più propense a divulgare informazioni in merito alla prestazione ambientale. Questo

studio conferma la logica secondo cui il *greenwashing* e il livello di divulgazione di sostenibilità variano, in funzione all'esposizione delle società all'ambiente sociale e politico.

Tendenzialmente, il *greenwashing* emerge nel contesto di legittimità pragmatica, in quanto si basa sulle percezioni di tali *stakeholder* in termini di benefici che derivano dalle attività aziendali e dai vantaggi di una migliore comunicazione.

Il *greenwashing* è visto come una strategia volta ad indurre in errore le parti interessate, manipolando le percezioni sulla sfera sociale e ambientale. Si crea un approccio strategico focalizzato sui modi in cui le società possono influenzare gli *stakeholder*, utilizzando la comunicazione simbolica (Seele and Gatti 2017).

Pertanto, le società utilizzano la divulgazione informativa sulla sostenibilità, in forma simbolica o sostanziale, per ottenere una serie di benefici. Questi benefici spaziano dalla riduzione del costo del capitale, dal miglioramento dell'immagine aziendale fino all'incremento della capacità di attrazione di particolari categorie di *stakeholder* e del maggior potere di influenza sui consumatori riguardo le decisioni di acquisto.

Le società, tuttavia, si assumono il rischio di essere scoperte e di venire così sanzionate per tale comportamento scorretto. In questa situazione, la legittimità creata verrebbe a mancare, generando un effetto boomerang sulla società stessa e sui propri *stakeholder*.



In questo caso il greenwashing può danneggiare la fiducia degli investitori, creando effetti negativi sul mercato stesso. Quando le informazioni ESG divulgate vengono percepite come non affidabili, si mette in discussione il concetto di investimento socialmente sostenibile, creando una barriera all'integrazione di fattori ESG all'interno dei portafogli di investimento. L'effetto del *greenwashing* porterà quindi ad un declino delle performance finanziarie e ad una riduzione del capitale investito (Yang, Nguyen and Cao 2020).

Nel lungo periodo può quindi crearsi una situazione in cui, un crescente numero di aziende abbiano un incentivo nel comportarsi in modo scorretto mentre un minor numero di investitori sia disposto a investire nel segmento ESG del mercato, creando esternalità negative e perdite di benessere sociale. Queste evidenze dimostrano il bisogno dell'intervento normativo volto a standardizzare i dati ESG, migliorarne l'affidabilità e sanzionare comportamenti scorretti, al fine di mitigare le conseguenze negative del greenwashing.

### 2.2.3 Principali driver del greenwashing

Dall'analisi dello stato attuale dell'ESG reporting, emergono numerose criticità che possono innescare comportamenti di greenwashing. I report ESG sono raramente sottoposti a revisione, non vi è uno *standard framework* globalmente condiviso, la

divulgazione è ancora su base volontaria in molte legislazioni e non vi è un orientamento governativo che garantisca un certo livello di qualità dei dati ESG<sup>18</sup>. Molte ricerche hanno identificato i principali fattori che guidano comportamenti di greenwashing. Tra questi, si evidenziano fattori a livello organizzativo, che si riferiscono a caratteristiche aziendali quali la redditività, il fatturato, l'industria, il *market to book ratio* e la leva finanziaria (Delmas and Burbano 2011).

È importante sottolineare che le grandi società devono affrontare un maggiore livello di pressione dei propri *stakeholder* in ambito sostenibile, rispetto alle aziende private con minori livelli di fatturato. Questo è dovuto al fatto che le grandi aziende sono più visibili e soggette a regolamentazioni più stringenti, soprattutto se quotate sul mercato pubblico.

In questo contesto, le società maggiori sono costrette a divulgare un maggiore quantitativo di informazioni ESG per non subire danni reputazionali e di legittimità, riducendone così la loro propensione ad implementare strategie di greenwashing (Ghitti, Gianfrate and Palma 2020).

Le aziende più redditizie, che hanno margini di utile più elevati, sono più propense a comportamenti di greenwashing, in quanto saranno in grado di sopportare meglio

---

<sup>18</sup> Si rimanda a:

Ghitti, M., Gianfrate, G., & Palma, L., "The Agency of Greenwashing", SSRN 3629608 (2020),

eventuali shock di fondo derivanti da danni reputazionali, rispetto alle aziende meno redditizie, con margini minori (Delmas and Burbano 2011).

Per quanto riguarda le società con maggiori livelli di debito, queste sono obbligate a fornire maggiori informazioni riguardo lo stato di salute ma soprattutto anche sul livello di sostenibilità. Tuttavia, un maggiore livello di indebitamento comporta elevati oneri finanziari che vanno ad impattare negativamente sul grado di sostenibilità. Ciò comporterebbe che le aziende indebitate possano non avere disponibilità sufficienti per supportare le attività ESG ed essere propense ad implementare comportamenti di *greenwashing* (Ghitti, Gianfrate and Palma 2020). Infine, anche il settore contribuisce a determinare il livello di *greenwashing*. Aziende che operano in settori con bassi livelli di sostenibilità, quali il settore energetico e dei servizi pubblici, sono più propense a comportarsi correttamente, in quanto sono soggette ad un maggiore controllo.

Altri studi si sono invece soffermati nell'analizzare i processi che possano ridurre i costi di agenzia, legati alla divisione della proprietà e del controllo. Un minor livello di asimmetria informativa può essere raggiunto grazie al miglioramento dei sistemi di monitoraggio e ad un maggiore controllo delle parti interessate. In questo modo si riducono le opportunità aziendali di adottare comportamenti di *greenwashing*.

Yu, Luu and Chen (2020) hanno analizzato quali meccanismi possano ridurre tali comportamenti di *greenwashing*. I risultati dimostrano che una maggiore quota di investitori istituzionali e la presenza di amministratori indipendenti migliorano la

qualità dei dati ESG. I membri indipendenti del consiglio di amministrazione sono infatti influenzati dalla pressione degli stakeholder e cercheranno di divulgare informazioni ESG ritenute rilevanti.

Inoltre, l'attuale contesto normativo è un fattore trainante del *greenwashing*. La disclosure ESG segue due differenti discipline: la disclosure volontaria e la disclosure obbligatoria. Un esempio di regolamentazione è fornito dalla direttiva europea 2014/95, secondo cui le società con un numero di impiegati superiore a 500 devono redigere un *sustainable reporting* in modo tale da rappresentare gli impatti delle attività aziendali sull'economia, sull'ambiente esterno e sulla collettività.

Nonostante diversi studi dimostrino che la direttiva 2014/95 abbia avuto un esito positivo in termini di quantità di dati non finanziari divulgati, il principale aspetto negativo resta la mancanza di stabilire un *framework standard* comune che le imprese debbano seguire per segnalare le loro performance ESG. Questo crea il presupposto per una ampia variabilità della qualità dei dati, in quanto lascia libertà alle imprese di scegliere il contenuto e la tipologia dei report da utilizzare.

Si evidenzia quindi la necessità di migliorare la qualità della disclosure attraverso maggiori regolamentazioni e obblighi di disclosure.

Le autorità di regolamentazione e le ONG possono inoltre agire in modo da migliorare la qualità e la credibilità delle informazioni imponendo delle sanzioni alle società che adottano comportamenti di *greenwashing*.

Diversi studi evidenziano una correlazione negativa tra i comportamenti di *greenwashing* e il livello di regolamentazione. Ad esempio, le società che desiderano quotarsi in più paesi, devono rispettare i requisiti di quotazione dei paesi ospitanti e un maggiore livello di regolamentazione. Di conseguenza, le aziende “cross-listed” avranno minori incentivi ad implementare strategie ingannevoli in quanto saranno esposte ad un maggiore controllo societario da parte di investitori e autorità di regolamentazione (Yu, Luu, & Chen, 2020).

## **2.3 ASSURANCE E CREDIBILITÀ DELLA DISCLOSURE ESG**

### 2.3.1 Livello di affidabilità delle informazioni ESG

Come evidenziato nei precedenti paragrafi, il reporting non finanziario è in uno stadio iniziale, con evidenti mancanze di standardizzazione, di comparabilità e di una precisa regolamentazione. Molti studi evidenziano come la revisione dei *sustainability report* da parte di organismi esterni possa migliorarne la credibilità e allo stesso tempo ridurre l’asimmetria informativa tra società e investitori.

L’ipotesi sottostante è quindi che la verifica di terze parti riguardo la qualità dei report redatti dal management, possa aumentare la credibilità della *disclosure*<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Si veda diffusamente:

Kaya I. “Sustainability Reporting Assurance: A Literature Survey”. In: Bilgin M., Danis H., Demir E., Can U. Regional Studies on Economic Growth, Financial Economics and Management. Eurasian Studies in Business and Economics, vol 7, (2017)

Prima di giungere a conclusioni affrettate, bisogna evidenziare che l'aumento delle informazioni ESG, che si è osservato negli ultimi decenni, non è strettamente correlato con il miglioramento della qualità dei dati.

Al fine di migliorare il livello di trasparenza e di credibilità, le società devono fornire informazioni rilevanti riguardo aspetti fondamentali della loro attività. All'interno dei report devono essere quindi presenti informazioni riguardo l'identificazione e il coinvolgimento delle parti interessate, la segnalazione di problematiche rilevanti e indicazioni riguardo la responsabilità verso le questioni chiave individuate. Il GRI, ad esempio inserisce il criterio di affidabilità all'interno dei "*Reporting Principle*" per la redazione dei *sustainability report*.

Secondo il criterio di affidabilità, "l'organizzazione che redige il report, raccoglie, registra, compila, analizza e riferisce le informazioni e i processi utilizzati nella

---

Sonnerfeldt, A., & Pontoppidan, C. "The Challenges of Assurance on Non-financial Reporting", *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* (2020)

Junior, R.M., Best, P.J. & Cotter, J. "Sustainability Reporting and Assurance: A Historical Analysis on a World-Wide Phenomenon", *J Bus Ethics* 120, 1–11 (2014)

Del Giudice, A.; Rigamonti, S. "Does Audit Improve the Quality of ESG Scores? Evidence from Corporate Misconduct." *Sustainability* Vol. 12 N.14(2020)

Al-Shaer, H., & Zaman, M. "Credibility of sustainability reports: The contribution of audit committees", *Business strategy and the environment*, Vol.27 N.7, 973-986 (2018)

preparazione della relazione in modo da poterli esaminare e da stabilire la qualità e la materialità delle informazioni”<sup>20</sup>.

Il termine “*assurance*” è definito come l’insieme delle procedure e metodologie impiegate da un’*assurance provider*, al fine di valutare l’effettiva performance ESG delle società e di verificare che i sistemi, i dati e i processi rispettino i criteri e le norme sottostanti, con lo scopo di aumentare il livello di credibilità della disclosure (Kaya 2017).

Di fatto, il principale problema di credibilità dei report ESG è strettamente connesso con la mancanza di un’effettiva regolamentazione, con l’adozione volontaria dei reporting framework standard e con il possibile comportamento scorretto delle società. Comportamenti di greenwashing, atti a divulgare false dichiarazioni in merito alla sostenibilità dei prodotti e dei servizi aziendali possono creare dei “credibility gap”.

La presenza di “credibility gap” comporta la formazione di pressioni da parte di soggetti istituzionali e investitori, che di conseguenza alimentano la domanda dei servizi di revisione dei report ESG. Tutto ciò avviene è motivato dalla nozione generale secondo cui le informazioni diventino più credibili se sottoposte ad un

---

<sup>20</sup> GRI, “The reporting organization shall gather, record, compile, analyze, and report information and processes used in the preparation of the report in a way that they can be subject to examination, and that establishes the quality and materiality of the information.”, GRI 101: Foundation, 2016, pag.15

esame da parte di soggetti esterni all'azienda (Sonnerfeldt, Aggestam and Pontoppidan 2020).

In un recente articolo, Kaya (2017) fornisce risultati empirici riguardo la qualità e la credibilità del *Sustainable Reporting Assurance*. Molte istituzioni cercano di promuovere l'adozione di revisori esterni indipendenti per migliorare la credibilità e la qualità ESG. Le società che utilizzano servizi di revisione esterna per i *sustainability report*, sono influenzate principalmente dall'azione degli *stakeholder* interni, da *stakeholder* della supply chain e da enti normativi (Darnall, Seol and Sarkis 2009).

Diversi studi accademici attestano che il valore dell'*assurance* dipenda dalla natura delle informazioni e in particolar modo, da come gli investitori percepiscono tali informazioni. L'*assurance* di fatto aumenta la propensione degli investitori ad investire nelle società quando i principali indicatori ESG hanno una rilevanza per la strategia aziendale. Perciò l'*assurance* ESG assume un ruolo chiave nella comunicazione delle informazioni rilevanti agli investitori (Cheng, Green and Ko 2015).

Altri studi si sono invece soffermati su quali siano i fattori che possono influenzare il livello di fiducia degli utenti verso l'utilizzo di *assurance* nei report ambientali e sociali. Più nello specifico, gli *stakeholder* percepiscono una maggiore credibilità dei report quando il livello di *assurance* fornito è della tipologia "reasonable" e



quando i servizi di assurance vengono forniti dalle società di contabilità “top level” (Hodge, Subramaniam and Stewart 2009).

In uno studio condotto su 26 diversi paesi, Clarkson, Li, Richardson, e Tsang (2015), hanno riscontrato che l'utilizzo della *Social Responsibility Assurance* incrementa le possibilità delle società di essere incluse all'interno del Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) e permette di attirare un numero maggiore di *Social Responsible investor*.

È ampiamente riconosciuto la governance delle società influenzi il livello di credibilità ESG e la conseguente performance. Ad esempio, alcuni studi dimostrano come i comitati di revisione indipendenti contribuiscano a migliorare la qualità dei report ESG. L'indipendenza, la competenza e la supervisione da parte comitati di revisione contribuiscono a migliorare la credibilità e la sua presenza è associata con l'uso delle società di revisione “Big Four” (Al-Shaer and Zaman 2018).

Il livello di revisione è influenzato inoltre dall'impatto del consiglio di amministrazione e dai comitati di sostenibilità.

### 2.3.2 Principali driver del Reporting Assurance

Diverse ricerche documentano un incremento delle società che utilizzano servizi di *assurance* per migliorare la credibilità delle informazioni ESG. Un recente report di KPMG (Fig.6), ad esempio, mostra un trend crescente delle società che impiegano servizi di *assurance* per i loro report non finanziari dal 2005. La *SR*

*Assurance* è oggi riconosciuta come una pratica standard tra le 250 più grandi aziende del mondo in termini di fatturato. Stesso livello di crescita, seppur leggermente più contenuto, riguarda i livelli di assurance del campione “N100”, rappresentato dalle 100 più grandi società in 49 paesi diversi.

La crescente domanda dei servizi di assurance è influenzata da diversi fattori, a partire dal settore in cui operano le società fino alle caratteristiche sociali e normative dei singoli Stati.

Perego e Kolk (2012) in particolare, hanno analizzato il livello di adozione delle pratiche di *assurance*, soffermandosi sull'evoluzione dell'assurance, sui differenti standard impiegati e nella tipologia di fornitori di assurance, che determinano la qualità finale del report. Dalla loro analisi, risulta che le società che operano in settori con bassi livelli di sostenibilità quali il settore petrolifero, del gas e dell'estrazione mineraria, insieme al tradizionale settore dell'alimentazione, siano più propense a produrre un numero maggiore di *assured non-financial report*. Tuttavia, la presenza di differenti *assurance standard* e il livello di flessibilità di poter implementare diversi livelli di *assurance* ne compromettono la credibilità.

Il livello di *Corporate Social Responsible Assurance* è quindi strettamente correlato alla volontà delle aziende operanti in un determinato settore, nel rispettare gli interessi dei principali stakeholders riguardo aspetti di sostenibilità ambientale e sociale.

Figura 2.1 Crescita nei servizi di *assurance* delle informazioni non finanziarie



Fonte: KPMG, 2017, “The road ahead-The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting”, pag.26.

In secondo luogo, anche il settore geografico è un fattore rilevante. L’analisi di Perego e Kolk (2012), mostra come le società con sede nel Regno Unito, Germania e Olanda abbiano un livello maggiore di *assured report*. Non a caso, diversi studi mostrano una correlazione tra il settore di appartenenza, lo Stato e la qualità dell’*assurance disclosure*.

Di conseguenza, aziende che operano in contesti più evoluti, in Paesi con ordinamenti giuridici più evoluti e uno sviluppo culturale maggiore sono più propensi a implementare processi di *assurance* nei report sostenibili.

Questo risultato è veritiero soprattutto per le società che operano in settori più orientati verso lo sviluppo della sostenibilità (Martinez-Ferrero and Garcia-Sanchez 2020).

Questo è solo un esempio delle differenze nei livelli di assurance tra vari Paesi sottolineate dalla letteratura. Un recente studio, afferma che le società che operano in sistemi giuridici con maggiori livelli di protezione verso gli stakeholder, che ricercano livello maggiori di trasparenza informativa ed hanno minori livelli di rigidità legislativa mostrano una maggiore credibilità dei *assured report*, diminuendo così il rischio di false dichiarazioni (Ruiz-Barbadillo and Martinez-Ferrero 2020).

### 2.3.3 Problematiche conseguenti la presenza di diversi ESG Assurance Standard

Un'analisi della letteratura mostra la presenza di grande variabilità e ambiguità nel contenuto degli *assurance statement*. La pratica dell'*assurance* nei principali report non-finanziari ha una storia relativamente recente e nella maggior parte del mondo non vi è una precisa regolamentazione che disciplini le diverse tipologie di entità che forniscono servizi di *assurance*.

Molte ricerche affermano che l'uso di differenti standard, implicano un certo livello di variabilità nello scopo, nella metodologia e nel contenuto dell'*assurance statement*.

Per quanto riguarda la normativa, la direttiva 2014/95/UE, ad esempio, non prevede che informazioni non finanziarie siano sottoposte al processo di revisione, ma impone ai membri dell'Unione europea di garantire che il revisore legale verifichi la presenza delle informazioni richieste all'interno dei report non finanziari.

I due principali *standard setter* che guidano i servizi di assurance a livello internazionale sono rispettivamente l'International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) e l' AccountAbility.

L'ISAE3000 (International Standard on Assurance Engagements) è uno degli standard sviluppati dallo IAASB ed è considerato un punto di riferimento per gli *assurance providers*. Viene utilizzato soprattutto dalle maggiori società di revisione contabile a livello globale, le "Big Four".

Questo standard riporta due tipologie di *assurance*: la *reasonable assurance*, la quale offre un elevato livello di affidabilità, e la *limited assurance*.

La *reasonable assurance* implica la raccolta completa di informazioni al fine di esprimere un giudizio in forma positiva sulla corretta applicazione dei principi di redazione.

Al contrario, nella *limited assurance*, l'operatore raccoglie minori evidenze rispetto la *reasonable assurance*, ma sufficienti ad esprimere un giudizio in forma negativa.

In secondo luogo, vi è l'AA1000 Assurance standards, *l'assurance standard* creato da Accountability. La principale differenza è rappresentata dal destinatario finale, in quanto è rivolto verso un range maggiore di *stakeholder*, al fine di portare una maggiore livello di credibilità dei report.

È uno standard finalizzato a testare e rafforzare la qualità dei report, dei processi e sistemi aziendali, focalizzandosi sul tema della *materiality* e sul ruolo degli *stakeholder* (Sonnerfeldt and Pontoppidan 2020).

L'AA1000AS si suddivide in due tipologie di *engagement*, relative alle pratiche sostenibili. Nella prima tipologia, *l'assurance provider* valuterà il grado di adesione delle società riguardo i principi di inclusività, *materiality* e reattività. Tuttavia, con questa tipologia, *l'Assurance Provider* non fornisce conclusioni in merito all'affidabilità di tali informazioni.

La seconda tipologia invece rappresenta un'analisi più dettagliata, in quanto sarà valutata l'affidabilità di specifiche informazioni sulle performance ESG delle società e sul grado di aderenza a tali principi (AccountAbility 2008).

Diverse ricerche hanno esaminato il grado di relazione tra l'utilizzo di *Assurance standard* e la tipologia di *assurance provider*. In base alle evidenze empiriche, le *accountant providers*, rappresentate dalle "Big four" *accounting firm*, tendono ad utilizzare L'AA1000AS framework, mentre le *non-accountant provider* sono più propense ad impiegare gli standard ISAE3000 (Junior, Best and Cotter 2014).

Le differenze presenti tra *accountant* e *non-accountant* non si limitano al tipo di standard utilizzato, e tali diversità comportano la variabilità del contenuto degli *assurance statement* (Junior, Best and Cotter 2014).

Kaya (2017), basandosi sulla revisione della letteratura del *sustainable assurance*, indica le principali differenze degli *assurance bodies* in termini di scopo, metodologia e statements. Ne emerge che le *accountant* forniscono una maggiore qualità di assicurazione per gli aspetti relativi al formato e alle procedure di rendicontazione utilizzati, mentre le imprese *non accountant* forniscono una

maggior qualità di assicurazione per gli aspetti associati a raccomandazioni e pareri (Perego, 2009).

Frost and Martinov-Bennie (2010), analizzando gli *assurance* statement, hanno individuato delle differenze rilevanti nelle tipologie di *assurance standard* utilizzati, nella formulazione delle conclusioni, negli obiettivi dei processi di *assurance* e nelle procedure impiegate.

Pertanto, l'attuale stato dei servizi di *assurance* dei report contenenti informazioni ESG presenta la mancanza di una regolamentazione specifica e condivisa e delle differenze in termini di servizi offerti dai diversi soggetti del mercato. Queste differenze possono danneggiare la funzione dei servizi di *assurance* nel garantire un certo livello di credibilità e di trasparenza dei report non finanziari.

#### **2.4 MATERIALITY: PROBLEMATICHE NELL'APPLICAZIONE DEL CONCETTO DI RILEVANZA**

L'analisi di materialità è definita come il processo di identificazione dei principali rischi e fattori rilevanti, presentato all'interno dei report non finanziari che può essere rappresentato attraverso l'uso della "matrice di materialità" (Bellantuono, Pontrandolfo and Scozzi 2016).

Le società sono libere di determinare quali siano i fattori ESG determinanti per il loro business e quali informazioni divulgare ai propri investitori. Si intende quindi

un'attività di valutazione interna che permette di definire la portata e i confini dei report ESG<sup>21</sup>.

Il termine “materiality”, si riferisce al concetto di rilevanza, che prende origine dai principi che disciplinano il reporting finanziario. Un fattore è considerato rilevante quando ha un impatto decisivo sulle dimensioni finanziarie, economiche, reputazionali e legali delle società, così come sull'interesse degli *stakeholder interni* ed esterni (Calace 2019).

Il concetto di materialità è fondamentale nel mondo ESG, in quanto si riscontra una mancanza di regolamentazione in merito al contenuto da dichiarare.

In questi termini, l'analisi e la definizione di una matrice di materialità permettono di focalizzarsi sulle informazioni rilevanti, che richiedono un maggiore livello di conoscenza e divulgazione.

---

<sup>21</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Beske, F., Hausteijn, E. and Lorson, P.C., "Materiality analysis in sustainability and integrated reports", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 11 No. 1, 162-186 (2020).

Torelli, R., Balluchi, F., & Furlotti, K. “The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27, 470-484 (2020).

Calace D. “Materiality: From Accounting to Sustainability and the SDGs”. In: Leal Filho W., Azul A., Brandli L., Özuyar P., Wall T. *Responsible Consumption and Production. Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals* (2019).



Il reporting ESG, non essendo prettamente disciplinato, segue delle linee guida emanate dai diversi *standard framework*, i quali a loro volta forniscono una propria definizione del concetto di *materiality*. Tra questi, si evidenziano i *reporting standard* più diffusi, forniti dal GRI, dallo SASB e dall'IIRC.

Il Sustainability Accounting Standard Board (2013) definisce il principio di rilevanza come stabilito dalla normativa americana sugli strumenti finanziari.

Secondo il FASB, le informazioni sono rilevanti se vi è una probabilità sostanziale che il giudizio di una persona ragionevole, che fa affidamento su tali informazioni, sarebbe stato modificato o influenzato dall'inclusione o dalla correzione dell'elemento preso in considerazione.

Il GRI si concentra invece su tematiche che riflettono gli impatti economici, ecologici e sociali, significativi di un'azienda o su quei fattori che possano influenzare sostanzialmente le decisioni e le valutazioni degli *stakeholder*.

Secondo l'IIRC “un fattore è rilevante se può incidere in modo sostanziale sulla capacità dell'organizzazione di creare valore a breve, medio o lungo termine”<sup>22</sup>.

Quest'ultimo si concentra principalmente sugli *stakeholder* finanziari e trascurando in parte gli interessi di una più ampia varietà di *stakeholder*.

---

<sup>22</sup> IIRC, “a matter is material if it could substantively affect the organisation's ability to create value in the short, medium or long term”, Materiality, background paper for IR, 2013, pag.2

In questo ambito, la direttiva 2014/95 obbliga le società a divulgare informazioni su questioni ambientali, sociali, di governance nella misura che tali informazioni siano essenziali per comprendere le prestazioni, e l'impatto su fattori esterni.

La direttiva europea, inoltre, fornisce una duplice prospettiva del concetto di *materiality*<sup>23</sup>.

Con il termine "*financial materiality*", si fa riferimento alla performance delle società, indicando quei fattori che sono rilevanti e possono influenzare il valore delle società. In altre parole, le informazioni ESG sono rilevanti quando servono a comprendere lo sviluppo e le prestazioni delle società. Questa prospettiva è di maggior interesse per gli investitori e per tutti quei soggetti interessati alla performance finanziaria.

Un'altra prospettiva del concetto di materialità si riferisce all'impatto sociale e ambientale delle società. Ovvero, le informazioni ESG sono rilevanti quando sono utilizzate per comprendere gli impatti esterni delle società. Questa prospettiva interessa un'ampia gamma di *stakeholder* e in via crescente, un numero maggiore di investitori che desiderano comprendere e misurare l'impatto ambientale dei loro portafogli di investimento.

È fondamentale comprendere l'orizzonte temporale delle attività aziendali quando si effettua l'analisi della *materiality*. La commissione europea suggerisce di

---

<sup>23</sup> European Commission, "Guidelines on reporting climate-related information" (2019)

adottare una visione temporale maggiore quando si valutano le informazioni non finanziarie in quanto, alcuni fattori ESG potrebbero avere un impatto nel lungo termine e devono perciò essere inclusi all'interno dell'analisi di materialità.

Si consiglia quindi alle società di non giungere a conclusioni affrettate in merito ai fattori ambientali e sociali data la loro importanza nel lungo termine.

Recenti studi mostrano dubbi e complessità nel comprendere il concetto di doppia materialità introdotto con le “*non-binding guidelines*” riguardo le informazioni non finanziarie. Tali ricerche confermano il bisogno di un'ulteriore spiegazione del concetto di *materiality*, in quanto non esiste un processo standardizzato dell'analisi di rilevanza.<sup>24</sup>

Il principio di “materiality” è dunque un concetto complesso e articolato che manca di una chiara definizione da parte degli *standard setter*.

Alcuni studi si sono soffermati su diverse prospettive che possano aiutare le società nell'analisi della *materiality*. Eccles *et al.* (2012) sostengono che la presenza di analisi di *materiality*, insieme a *reporting standard* volti a regolamentare ogni singolo settore, possano migliorare la qualità del reporting, scongiurando possibili comportamenti scorretti. Ciò è dovuto al fatto che differenti rischi e fattori hanno una rilevanza disuguale all'interno di singoli settori.

---

<sup>24</sup> European Commission, Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive, 2020

Pertanto, l'analisi della rilevanza è un processo tendenzialmente variabile, in quanto si riscontrano giudizi differenti all'interno di stessi Paesi e di medesimi settori (Edgley, Jones and Atkinsc 2015). La variabilità presente nella metodologia per valutare la *materiality* comporta una serie di conseguenze negative. Da un lato può essere vista come una forma di flessibilità lasciata alle imprese, che permette di creare una propria metodologia. Dall'altro lato, ne conseguono problematiche di comparabilità dei report ESG.

Per riuscire a risolvere tali problematiche, le società dovrebbero migliorare il loro livello di trasparenza, particolarmente nel tema dell'analisi di rilevanza, al fine di far comprendere i processi interni di valutazione a tutti gli *stakeholder*.

Dal punto di vista normativo, invece, ci si dovrebbe muovere verso un allineamento del principio di *materiality*, condiviso tra tutti gli *standard setter* (Calace 2019).

Quando le società pubblicano il processo di valutazione della rilevanza, aumentano la qualità e la comparabilità dei dati ESG. Una maggiore trasparenza informativa consentirebbe quindi alle parti interessate di comprendere come le informazioni siano state selezionate e come sia stata valutata la rilevanza e la completezza di tali fattori.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Op. cit. European Commission (2019)

## **CAPITOLO 3: STANDARDIZZAZIONE DEL NON FINANCIAL REPORTING: STANDARD FRAMEWORK E REGOLAMENTAZIONI**

### **3.1 LA PROLIFERAZIONE DEGLI STANDARD ESG: UN PROBLEMA DI COMPARABILITÀ**

Seppure sia unanime il consenso che vi sia stata una crescita della quantità di informazioni ESG prodotte dalle società, la discussione sul livello qualitativo ha suscitato grande interesse per gli esperti in materia.

Diversi autori affermano che l'attuale pratica di divulgazione non sia in grado di generare un adeguato livello di affidabilità informativa che permetta agli investitori di poter effettuare delle scelte di investimento efficienti e consapevoli.

L'asimmetria informativa che si viene a creare tra le controparti è spiegata in parte dalla natura volontaria della divulgazione ESG, nonché dall'ampia diffusione di *international reporting standard framework* (V. E. Harper Ho 2019).

Secondo la definizione fornita da Rasche (2010), gli *international standard* sono procedure e norme volontarie e predefinite, accettate globalmente, che hanno lo scopo di disciplinare il comportamento organizzativo aziendale riguardo le pratiche ESG<sup>26</sup>.

---

<sup>26</sup> Op. cit. Fiandrino, S., (2019).

Gli ultimi contributi alla tematica mostrano una forte critica riguardo la comparabilità delle informazioni ottenute da diversi *ESG statement*, siano essi *sustainability, annual o integrated report*<sup>27</sup>.

Nonostante vari *framework* ESG incoraggino l'utilizzo di un preciso format, che possa guidare la stesura dei report non finanziari, la loro applicazione resta su base volontaria e consentono di personalizzare il contenuto fino a certi limiti prestabiliti. In questo contesto, si distinguono *reporting standard*, che lasciano maggiore flessibilità, in grado di adattarsi a vari contesti organizzati rispetto altre tipologie di *framework* che, al contrario, sono dirette ad incoraggiare la standardizzazione, favorendo la comparabilità del contenuto.

Tuttavia, recenti evidenze empiriche provano che vi sono delle diversità sostanziali che devono essere moderate in modo da favorire gli investimenti socialmente responsabili.

La presenza di numerose iniziative private minaccia la comparabilità e la coerenza della comunicazione ESG, creando un certo disordine e comportando dei maggiori

---

<sup>27</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Harper Ho, V. E., & Park, S., "ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting", *University of Pennsylvania Journal of International Law*, Vol.41N.2., (2019).

La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., Tarquinio, L., & Dumay, J., "Harmonising non-financial reporting regulation in Europe", *Meditari Accountancy Research*. (2018).

costi per gli investitori nonché maggiori responsabilità per le società. Vi è pertanto la forte necessità di allineare il reporting ESG alla *disclosure* finanziaria, a fronte delle diverse esigenze degli *stakeholder*<sup>28</sup>.

Secondo quanto riportato dalla “Federation of European Accountants”, per ottenere chiarezza e un certo livello di comparabilità, le società dovrebbero divulgare adeguatamente il *framework* utilizzato e i motivi per cui lo utilizzano. Ciò nonostante, l’adozione volontaria di un medesimo *standard framework* è difficilmente realizzabile e l’attuale contesto competitivo rende molto improbabile che vi sia un allineamento volto ad ottenere una maggiore comparabilità (M. S. La Torre 2018).

In alcuni casi, la presenza di numerosi reporting framework può rappresentare un peso per le società emittenti, in quanto risulta più complesso e costoso soddisfare le molteplici richieste informative provenienti da numerosi portatori d’interesse. (Esty and Cort 2020).

La proliferazione dei ESG Standard negli ultimi decenni ha quindi comportato una rilevante frammentazione del mercato, provocando profonde diversità in merito alle metodologie utilizzate, agli obiettivi e al focus che si vuole ottenere nel comunicare

---

<sup>28</sup> Si veda diffusamente:

Esty, D. C., & Cort, T.,” Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting”, Springer Nature (2020).

Harper Ho, V. “Nonfinancial risk disclosure and the costs of private ordering”, American Business Law Journal, Vol.55N.3, pag.407-474 (2018).

determinate informazioni. Basti pensare che ad oggi vi sono circa 255 iniziative tra standard, codici di condotta e protocolli di revisione che indirizzano la comunicazione di sostenibilità lungo 80 settori e 180 paesi<sup>29</sup>.

Questa profonda frammentazione è una delle cause scatenanti del fenomeno di *greenwashing*, il quale può essere visto come una barriera al flusso degli investimenti socialmente responsabili.

Questo fenomeno è stato osservato empiricamente in diverse ricerche. Al fine di limitare eventuali comportamenti scorretti, vi sono azioni politiche quali ad esempio il “Network for Greening the Financial System” che cercano di ridurre le differenze presenti e di armonizzare i reporting framework. La questione centrale è quindi il bisogno ridurre comportamenti di *greenwashing* e promuovere gli investimenti ESG.

Lo scopo dei *Reporting framework* è di favorire la comunicazione informativa, su base volontaria, lasciando libere le società di scegliere il contenuto e i destinatari principali ai quali ci si vuole rivolgere. In questo ambito, si possono suddividere i *reporting framework* in due categorie.

In primo luogo, vi sono *accountability standard* che soddisfano i requisiti normativi di divulgazione attraverso metodologie e indicatori molto dettagliati, tra i quali si possono elencare il GRI, SASB e l’ISO 26000.

---

<sup>29</sup> Op. cit. Fiandrino, S., (2019).



L'altro gruppo di reporting framework si distingue per il fatto di lasciare un maggiore grado di flessibilità mediante un approccio denominato “principle-based”, meno stringente, in grado di adattarsi a maggiori contesti organizzativi.

Un'altra differenza da sottolineare riguarda invece l'*audience* verso il quale sono rivolti i report. Alcuni standard presentano un focus rivolto ad un'ampia gamma di *stakeholder*, mentre altri, al contrario, sono orientati principalmente verso gli investitori o soggetti interessati esclusivamente alla performance finanziaria.

In tale contesto, gli standard possono essere visti come complementari, piuttosto che sostitutivi, in quanto sono rivolti a soddisfare bisogni conoscitivi di soggetti diversi (Esty and Cort 2020).

Un'altra distinzione rilevante interessa il principio di rilevanza. È importante enfatizzare che lo scopo comune degli standard è di favorire la divulgazione di informazioni materiali e che il focus manageriale su questioni e tematiche considerate rilevanti genera un impatto positivo sul valore aziendale.

Tuttavia, vi sono delle consistenti differenze sul principio della rilevanza, che comportano la variabilità del contenuto degli ESG report, in quanto all'interno di uno stesso settore, si possono ottenere informazioni non sempre comparabili tra loro (La Torre *et al.*, 2018).

Di seguito sono presentate le principali iniziative private e i più diffusi Standard framework internazionali<sup>30</sup>.

### 3.1.1 UN Sustainability Development Goals

L'agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile si definisce un programma d'azione sottoscritto nel 2015 da 193 Paesi, membri dell'ONU, con l'obiettivo proteggere le persone, il pianeta e la prosperità. Questo programma comprende 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile, in un grande programma d'azione composto da 169 singoli obiettivi e 232 indicatori in totale (Bebbington 2018).

Il fine che l'Agenda per lo Sviluppo Sostenibile si prefigge è quello di incoraggiare organizzazioni e governi ad intraprendere un percorso di crescita economica che bilanci lo sviluppo sociale ed economico con la sostenibilità ambientale, in modo da promuovere la dignità umana e la prosperità, salvaguardando gli ecosistemi e i processi vitali del pianeta<sup>31</sup>.

Questa iniziativa non è una novità assoluta, in quanto è un progetto successivo ai Millennium Development Goals (MDGs), fissati per l'anno 2015.

---

<sup>30</sup> Si veda diffusamente:

Jia, J. Y., "External ESG Reporting Frameworks. in The Corporate Energy Strategist's Handbook", Palgrave Macmillan, pag. 237-250 (2020)

Op. cit. Fiandrino S., 2019

<sup>31</sup> <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

È generalmente riconosciuto che gli *stakeholder*, fornendo una spinta alle società nel raggiungere questa lista di obiettivi, otterrebbero una serie benefici rilevanti in termini di sostenibilità e performance. Secondo questa logica, la corretta allocazione di capitale può guidare la crescita economica e orientarla verso uno sviluppo economico sostenibile (Esty and Cort 2020).

Nonostante si ritenga che non si tratti di un vero e proprio reporting framework, è importante sottolineare che diverse iniziative, attività e studi vengono intrapresi utilizzando gli Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (Jia 2020).

### 3.1.2 Global Reporting Iniziative (GRI) framework

Il “Global Reporting Initiative” (GRI), è un’iniziativa privata, fondata nel 1997 da organizzazioni non. profit quali CERES, il Programma Ambientale delle Nazioni Unite e il Tellus Institute, con lo scopo di migliorare la *disclosure* riguardo problematiche di sostenibilità.

Lanciato inizialmente nel 2000, attualmente il GRI reporting framework è di gran lunga il più diffuso *sustainable reporting standard* nel mondo. Secondo quanto riportato dall’analisi di KPMG, nel 2017, considerando le 250 aziende con maggior fatturato nel mondo, il 92% di esse inserisce nei propri report informazioni riguardo le performance di sostenibilità e il 74% di queste utilizza gli standard GRI (KPMG 2017).

La versione più recente del GRI reporting framework, aggiornata nel 2016, presenta una struttura modulare e interrelata che permette di mantenere aggiornate le problematiche di sostenibilità. Lo scopo di questo standard è guidare la preparazione volontaria dei report di sostenibilità, i quali vengono tendenzialmente pubblicati separatamente rispetto ad altri documenti normativi obbligatori<sup>32</sup>.

Questi standard non devono essere considerati esclusivi, nel senso che si applicano alla comunicazione di informazioni specifiche ma allo stesso tempo permettono l'utilizzo di altre tipologie di *framework*. In questa logica, si possono utilizzare simultaneamente più *reporting framework* e comunicare gli indicatori chiave di performance suggeriti dal GRI (Esty and Cort 2020).

Secondo quanto affermato dal GRI, queste linee guida sono rivolte verso un'ampia audience di stakeholder, compresi investitori, consumatori e dipendenti. La possibilità di rivolgersi a un'ampia gamma di destinatari permette alle società di guadagnare un certo livello di legittimità.

Per quanto riguarda la struttura, il GRI presenta una struttura modulare, permettendo di adattarsi a contesti organizzativi ed esigenze informative diverse.

I diversi principi sono suddivisi in due macrocategorie, gli standard universali e gli standard specifici. Di seguito vengono riportate le caratteristiche essenziali di ogni componente degli standard universali.

---

<sup>32</sup> Si veda diffusamente: <https://www.globalreporting.org/standards/>

In primo luogo, vi sono i principi di rendicontazione, che servono a definire la qualità e il contenuto dei report. Essi contengono le informazioni essenziali riguardanti le modalità di utilizzo e riferimento agli standard e definiscono le regole di redazione del report di sostenibilità.

L'informativa generale comprende invece gli standard che forniscono una panoramica delle dimensioni, dell'area geografica e delle attività di un'organizzazione. Queste informazioni di contesto sono importanti per aiutare gli *stakeholder* a comprendere la natura dell'organizzazione e i suoi impatti economici, ambientali e sociali. Nello specifico, l'informativa generale include il profilo dell'organizzazione, la strategia, l'etica e integrità, la governance, il coinvolgimento degli stakeholder e le pratiche di rendicontazione.

Infine, la modalità di gestione, definisce i requisiti di rendicontazioni riguardo le modalità di gestione dei temi rilevanti. Include quindi la spiegazione del tema materiale e del relativo perimetro, le modalità di gestione delle tematiche rilevanti e la valutazione delle modalità di gestione.

Le serie 200, 300 e 400 fanno invece parte della categoria degli standard specifici. Questi principi sono utilizzati per rendicontare informazioni sugli impatti delle organizzazioni, correlati a temi economici, ambientali e sociali. Ad esempio, riguardano gli impatti economici indiretti, l'utilizzo di acqua e l'occupazione.

Le linee guida del GRI rappresentano quindi un riferimento per la divulgazione delle tematiche di governance, delle prestazioni ambientali, sociali ed economiche e degli impatti esterni aziendali.

### 3.1.3 International Integrated Reporting Council (IIRC) framework

L'Integrated reporting è un processo basato sul pensiero integrato, che si traduce in un report periodico con lo scopo di descrivere il processo di creazione di valore aziendale.

Il principale obiettivo dell'IIRC è quello di creare uno *standard framework* condiviso per la redazione dell'integrated reporting e di fornire un *format* chiaro e facilmente comparabile.

Questa tipologia di report si distingue per la caratteristica di connettere la strategia aziendale, la governance e la performance finanziaria allo scopo di mostrare il processo di creazione di valore.

Il *framework* identifica sei diverse tipologie di capitale che vengono utilizzate per creare valore nel tempo. Questi capitali sono di natura finanziaria, manifatturiera, intellettuale, umana, sociale e relazionale ed infine naturale.

Si evidenzia una principale diversità rispetto ad altri framework, quali ad esempio principi del GRI, in merito ai destinatari finali. L'IIRC si focalizza sugli investitori e si pone l'obiettivo di "migliorare la qualità delle informazioni a disposizione dei fornitori di capitale finanziario per consentire un'allocazione del capitale più

efficiente e produttiva.”<sup>33</sup>. L’IIRC è quindi rivolto principalmente ai fornitori di capitale finanziario.

L’utilizzo del IIRC framework è molto più articolato rispetto ad altri standard. Il reporting integrato è un sistema “*principle-based*” e necessita di un continuo aggiornamento del *business model*, ossia del sistema di rappresentazione di creazione di valore mediante la trasformazione delle sei tipologie di capitale specificate dal framework (Esty and Cort 2020).

Un framework “*principle-based*” si distingue per la caratteristica di fornire principi generali ed elementi di contenuto, che le aziende potrebbero interpretare in modi alternativi. La conseguenza di possibili interpretazioni diverse da parte di varie aziende si evidenzia soprattutto in determinati principi, quali il principio della rilevanza e della sinteticità. Il rischio sottostante è che aziende potrebbero interpretare erroneamente questi principi e tralasciare la comunicazione di particolari informazioni non finanziarie che sarebbero invece rilevanti ai fini decisionali (Veltri 2020).

Vari autori rilevano delle sostanziali differenze nel principio di rilevanza rispetto altri *framework*. L’IIRC afferma che “il report integrato dovrebbe fornire

---

<sup>33</sup> “improve the quality of information available to providers of financial capital to enable a more efficient and productive allocation of capital”, International Integrated Reporting Council, the international <IR> framework, Integrated Reporting, pag.4 (2013)

informazioni su questioni che incidono sostanzialmente sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine”<sup>34</sup>.

Nel dettaglio, il *framework* propone un processo composto da 4 fasi per l'identificazione dei fattori rilevanti che possano influenzare il processo di creazione di valore aziendale, considerando le conseguenze sulla strategia, sulla governance, sulla performance e le prospettive dell'organizzazione (IIRC, 2013, Veltri, 2020).

#### 3.1.4 Task Force on Climate-related Financial Disclosures

La Task Force sull'Informativa finanziaria legata al clima (TCFD) nasce nel 2015, con lo scopo di migliorare la rilevanza, l'utilità e la comparabilità delle informazioni non finanziarie. Lo scopo di questo progetto è dunque quello di aumentare l'ammontare di informazioni disponibili riguardo i rischi e le problematiche climatiche in modo tale da rafforzare la stabilità del sistema finanziario e favorire la transizione verso un'economia più green<sup>35</sup>.

La TCFD è stata creata dal Financial Stability Board (FSB) al fine di sviluppare un set di *reporting standard* per promuovere la divulgazione volontaria delle

---

<sup>34</sup> “an integrated report should disclose information about matters that substantively affect the organization’s ability to create value over the short, medium and long term.”, Op. cit. International Integrated Reporting Council, pag 5, (2013),

<sup>35</sup> Si rimanda a: <https://www.unepfi.org/climate-change/tcfid/>



informazioni legate all'ambito sostenibile, volte ad aiutare un ampio range di portatori d'interesse.

Secondo quanto riportato dalla TCFD, vi sono 1.030 organizzazioni che supportano l'iniziativa, diffuse tra il settore pubblico e privato, rappresentative di oltre 80 industrie e 50 paesi.

La TCFD evidenzia tre principali tipologie di fattori relativi al cambiamento climatico che possono influenzare la performance finanziaria<sup>36</sup>.

In primo luogo, vi sono i rischi di transizione, ovvero i rischi dovuti al passaggio verso un'economia più sostenibile, *low carbon*. Questi possono includere ad esempio cambiamenti tecnologici, rischi di mercato e fattori reputazionali legati al cambiamento della percezione dell'operato aziendale (Edgley, Jones and Atkinsc 2015).

In secondo luogo, vi sono i rischi fisici, che possono includere rischi collegati a fattori ambientali quali ad esempio danni fisici per catastrofi naturali oppure rischi legati alla mancanza di materie prime.

Infine, vi sono le opportunità, legate alle nuove invenzioni e ai nuovi prodotti che possono portare una svolta nel processo di transizione verso un'economia più green.

---

<sup>36</sup> Si veda diffusamente:

TCFD, "Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures" (2017)

Il report finale sarà composto da quattro macrocategorie, che illustrano i principali elementi dell'operato delle organizzazioni: la governance, la strategia aziendale e come questa sia influenzata dai rischi climatici, la gestione del rischio e i processi di identificazione dei rischi ed infine le metriche e i target utilizzati per valutare e gestire tali rischi ed opportunità.

### 3.1.5 Sustainability Accounting Standard Board

Il Sustainability Accounting Standards Board è un'iniziativa privata, creata nel 2011, con lo scopo di identificare, disciplinare e promuovere la divulgazione di fattori non finanziari che siano rilevanti ad un grande numero di investitori.

Una prima differenza rispetto al GRI consiste nella forma. Mentre il GRI è favorevole alla pubblicazione di un report *stand alone*, il SASB promuove l'integrazione di informazioni ESG all'interno dei report finanziari redatti annualmente<sup>37</sup>.

Un'altra differenza rispetto alla vasta gamma di standard consiste nella definizione dei principi di rendicontazione, in particolare nella definizione di *materiality*. Il SASB promuove infatti la definizione di *financial materiality*, ovvero un'informazione è rilevante quando è "è ragionevolmente probabile che abbia un

---

<sup>37</sup> Busco, C., Consolandi, C., Eccles, R. G., & Sofra, E., "A Preliminary Analysis of SASB Reporting: Disclosure Topics, Financial Relevance, and the Financial Intensity of ESG Materiality", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.32N.2, 117-125(2020).

impatto significativo sulla situazione finanziaria o sui risultati operativi delle società in un settore<sup>38</sup>.

La definizione di rilevanza è influenzata dai destinatari principali verso il quale è rivolto il framework. I destinatari principali del SASB sono investitori, perciò le informazioni ESG rilevanti, sono quelle che impattano nella performance finanziaria delle società.

Al contrario, in altri *reporting framework*, rivolti verso un ampio range di *stakeholder*, la definizione di rilevanza si concentra sugli impatti dell'attività aziendale in senso ampio (Busco *et al*, 2020).

Il SASB ha inoltre sviluppato la “SASB Materiality Map”, uno strumento utile a sostenere analisi di rilevanza, permettendo di individuare e confrontare i rischi e i fattori chiave di ogni singola industria.

In primo luogo, il SASB suddivide i principali rischi ESG in cinque macrocategorie: ambiente, capitale sociale, capitale umano, business model e innovazione, leadership e governance. All'interno di queste categorie, sono compresi i 26 principali rischi di sostenibilità.

In secondo luogo, il *Sustainable Industry Classification System* (SICS®), raggruppa le società pubbliche in base alla visione fondamentale del loro business model, alla

---

<sup>38</sup> “reasonably likely to have material impacts on the financial condition or operating performance of companies in an industry” SASB, SASB Conceptual framework, pag12 (2017)

loro quantità risorse disponibili, all’impatto sulla sostenibilità e al loro potenziale innovativo in termini di sostenibilità. In questo modo il SASB produce un singolo set di *sustainability accounting standard* per ogni 77 tipologie di settori.

### **3.2 VOLUNTARY DISCLOSURE: ANALISI COSTI E BENEFICI**

Negli ultimi anni vi è stato un notevole interesse per la comunicazione non finanziaria, in riferimento alla tipologia di regolamentazione. Nei seguenti paragrafi si andranno ad esaminare gli elementi chiave della regolamentazione, distinguendo le informazioni che possono essere diffuse volontariamente dalle informazioni che sono obbligatoriamente richieste dalle regolamentazioni.

Il concetto di *voluntary disclosure*, considerato un sistema di comunicazione auto-regolato, è stato definito da Meek et al. (1995) come "la libera scelta da parte del management aziendale di fornire informazioni contabili e quelle ritenute rilevanti per le esigenze decisionali degli utenti delle loro relazioni annuali"<sup>39</sup>.

Le principali interazioni tra la *voluntary* e la *mandatory disclosure* sono state ampiamente discusse nelle ricerche accademiche, nonostante sia unanime il

---

<sup>39</sup> “free choices on the part of company management to provide accounting and other information deemed relevant to the decision needs of users of their annual reports.” Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J., Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations in *Journal of International Business Studies*, Vol.26 N.3, pag.555(1995)

consenso che l'attuale livello di divulgazione non produca un livello qualitativo adeguato di informazioni non finanziarie.

Per poter comprendere quale metodologia di regolamentazione comporti una migliore trasparenza, è essenziale discutere i principali costi e benefici dell'approccio volontario rispetto al regime obbligatorio<sup>40</sup>.

### 3.2.1 Benefici della voluntary disclosure

È generalmente accettato che tra i principali benefici della divulgazione volontaria vi sia un maggiore grado di flessibilità. Nonostante alcune regolamentazioni possano imporre obblighi riguardo il contenuto e le tipologie di informazioni da divulgare, alle società è generalmente lasciata un'ampia disponibilità nello scegliere quale *reporting framework* meglio si adatti ai propri bisogni divulgativi. In particolare, la scelta è influenzata da quelli che sono i destinatari finali al quale sono rivolte le informazioni rilevanti e dal canale informativo che si desidera implementare per raggiungere in modo efficace i propri utenti.

Jackson et al. (2017) sottolineano che la divulgazione volontaria lasci la libertà alle società di operare attività sociali in conformità con il loro obiettivo strategico.

---

<sup>40</sup> Si veda diffusamente:

Op.cit. Harper Ho, V. 2018

Ghio, A., & Verona, R., "Voluntary Corporate Disclosure", *The Evolution of Corporate Disclosure*, Springer Cham, pag. 55-100 (2020).

Considerando il grado di applicabilità, la divulgazione volontaria risulta quindi in grado di adattarsi a qualsiasi contesto organizzativo e condizione di mercato.

In secondo luogo, secondo i sostenitori dell'approccio volontario, la prescrizione di obblighi di divulgazione avrebbe l'effetto di imporre alle società un onere aggiuntivo, creando così degli incentivi a ridurre la qualità della *disclosure* (Doni *et al*, 2019). Questa affermazione si basa sugli elevati costi di monitoraggio e di reporting che in alcuni casi potrebbero superare i benefici legati alla maggiore trasparenza.

Secondo questa logica, le aziende potrebbero rispettare gli obblighi normativi in senso formale, diffondendo tutte le informazioni richieste ma allo stesso tempo potrebbero essere costrette a ridurre il livello qualitativo di tali informazioni ESG in modo da tenere sotto controllo i costi del reporting (Doni *et al*, 2019).

Il problema della qualità dei dati è stato ampiamente analizzato dalla letteratura, la quale non ha riscontrato l'esistenza di una correlazione tra la quantità di informazioni diffuse e il relativo aumento nella qualità del contenuto comunicato.

Alcuni studi hanno inoltre affermato che la *voluntary disclosure* potrebbe essere in grado di attirare un numero maggiore di società che decidano di quotarsi in un mercato caratterizzato da minori vincoli informativi. Secondo questo ragionamento, la *voluntary disclosure* supporta l'efficienza di mercato e la liquidità, in quanto riduce il bisogno di imporre regole informative il conseguente onere normativo percepito,

aiutando ad attrarre o mantenere un numero maggiore di società in un determinato mercato (V. Harper Ho 2018).

La relazione tra l'efficienza di mercato e la comunicazione è stata confermata dallo studio svolto da Schoenfeld (2017). Il suo articolo suggerisce che l'approccio volontario sia un mezzo efficace per ridurre il livello di asimmetria informativa esistente tra gli *stakeholder* e le società, portando ad un miglioramento del livello di liquidità del mercato.

Dalla riduzione del livello di asimmetria informativa ne conseguono un serie di benefici. Fiandrino (2020) riporta che la riduzione dell'asimmetria informativa aumenti la reputazione e il valore del brand, incrementi il valore di mercato e riduca il costo del capitale. Le evidenze empiriche dimostrano quindi che un maggior livello di *disclosure*, anche svolto in maniera volontaria, permetta di innalzare il valore aziendale.

### 3.2.2 Costi della voluntary disclosure

Nonostante un crescente numero di regolamentazioni cerchino di disciplinare il contesto divulgativo delle informazioni aventi natura non finanziaria, non vi è dubbio che attualmente l'approccio predominante del reporting sostenibile sia di natura volontaria.

Il maggior limite di questa metodologia di comunicazione risiede nel fatto che non sia capace di generare un livello qualitativo necessario a garantire decisioni

d'investimento pienamente consapevoli. La presenza di innumerevoli *reporting framework* genera confusione, comporta delle problematiche relative alla comparabilità e alla consistenza dei dati e lascia libere le società di scegliere il *reporting format* che meglio si adatta ai propri business model.

Questo grado di libertà comporta dei consistenti costi che devono sostenere sia gli investitori, per ottenere determinate informazioni, sia per le società stesse, che hanno un forte incentivo nel tenere nascoste determinate informazioni.

I costi della *voluntary disclosure* sono stati ampiamente analizzati empiricamente in numerosi articoli. Questi costi si riferiscono soprattutto alla credibilità dei dati e ai costi sostenuti per la revisione di tali informazioni.

In primo luogo, vi sono quindi problemi relativi alla credibilità delle informazioni, che determinano delle barriere al flusso di investimenti socialmente responsabili.

In un recente paper, Ghio *et al* (2020) si soffermano sulla *disclosure credibility*, compresa all'interno dei costi della *voluntary disclosure*, argomentando che la credibilità è influenzata da una serie di fattori quali gli incentivi manageriali, la credibilità del management, l'affidabilità esterna e interna delle società e le caratteristiche intrinseche di divulgazione.

Oltre alla reputazione del management, gli incentivi si riferiscono ai casi in cui i manager abbiano delle forti motivazioni a non divulgare particolari informazioni o comunque cerchino di comunicarle in una maniera distorta. Questi atteggiamenti scorretti spesso si concretizzano in comportamenti di *greenwashing*. L'affidabilità



esterna ed interna è invece riferita al servizio di *assurance*, necessario ad ottenere un certo livello di credibilità.

Vi sono infine delle caratteristiche della disclosure, quali la comparabilità, precisione e tempestività che hanno una certa rilevanza. Tutti questi elementi rappresentano un costo per le società.

La credibilità può essere quindi raggiunta solo sostenendo una serie costi per mantenere una certa reputazione del *marchio*, per avere *assured non financial report* e per la preparazione di tali report.

I sostenitori della *voluntary disclosure* considerano invece la mancanza dell'obbligo di *assurance* un vantaggio, relativo ad una riduzione dei costi. Ne conseguono dei risparmi derivanti dal fatto di non dover verificare le informazioni ESG e un risparmio sui costi indiretti dovuti ai controlli interni, che sarebbero altrimenti necessari per garantire la loro accuratezza. (V. Harper Ho 2018).

Tuttavia, investitori ed altri stakeholder, qualora ritengano che non vi sia un livello sufficiente di credibilità, difficilmente saranno propensi ad investire in tali società.

Inoltre, vi sono dei costi relativi alla divulgazione di informazioni ESG private. In questo contesto, la comunicazione di informazioni private prende il nome di "*proprietary cost*", o perdita della posizione competitiva.

La completa trasparenza informativa in alcuni casi consiste nel diffondere informazioni private che possano danneggiare la posizione competitiva delle società (Graham, Harvey, and Rajgopal, 2005).

Le informazioni ESG di natura privata possono essere rese disponibili ad aziende competitor che possono utilizzarle per creare un danno alla posizione competitiva e di conseguenza al valore aziendale (Ghio 2020).

Di per sé, la natura dei rischi, finanziari o non finanziari, crea un incentivo alle società in quanto vogliono evitare di divulgare le vulnerabilità ai propri competitors, clienti ed investitori. Secondo questa logica, la presenza di informazioni private può innescare dei comportamenti scorretti nel management che si traducono in una informazione selettiva o comunque incompleta.

Il management delle società, nel caso in cui non fosse obbligato a trattare determinate informazioni, è propenso dunque a evitare comunicazioni riguardo aspetti che possano danneggiare la reputazione delle società stesse.

In aggiunta, alcuni studi rivelano che l'eccessiva fiducia e uno sproporzionato grado di sicurezza rendono i manager meno capaci ad individuare rischiosità rilevanti.

Altri costi che le aziende devono supportare si riferiscono alle spese per preparazione e la redazione dei report.

Sono compresi tutti quegli oneri sostenuti internamente, necessari per reperire e comunicare le informazioni non finanziarie. Essi comprendono il costo sostenuti per la raccolta dei dati e delle informazioni, per processi di trattamento dei dati, per la valutazione e la revisione dei dati ed infine i costi per la divulgazione di tali informazioni (Ghio 2020).

La divulgazione volontaria impone quindi delle spese alle società emittenti che possono variare in base al grado di trasparenza predeterminato. Le società possono scegliere di essere meno trasparenti per una questione di costi- benefici.

Solamente grazie ad una corretta regolamentazione, si può ottenere un mercato che garantisca un certo livello di trasparenza e le medesime condizioni di concorrenza a tutte le società partecipanti (V. Harper Ho 2018).

### **3.3 MANDATORY DISCLOSURE: ANALISI COSTI E BENEFICI**

#### 3.3.1 Benefici della mandatory disclosure

L'introduzione di regolamentazioni volte a disciplinare l'entità e la qualità delle informazioni ESG produce una serie di benefici, analizzati nel seguente paragrafo.

In primo luogo, diversi studi mostrano una correlazione esistente tra il livello di trasparenza informativa e l'imposizione di specifiche regole e modellistiche di reporting<sup>41</sup>.

Tendenzialmente, negli Stati in cui si è deciso di standardizzare le pratica di divulgazione o inserire degli obblighi di rendicontazione, si è osservato un complessivo aumento del numero dei report contenenti informazioni ESG.

---

<sup>41</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Fortuna, F., Testarmata, S., Sergiacomi, S., & Ciaburri, M., "Mandatory Disclosure of Non-financial Information: A Structured Literature Review", In *Accounting, Accountability and Society*, Springer Cham, pag. 95-128 (2020).

Op. Cit Harper Ho, V. (2018).

La Torre et. al. (2018) affermano che imporre degli obblighi di divulgazione non finanziaria permetta di migliorare la qualità totale delle informazioni non finanziarie.

Contrariamente, alcuni studi affermano che la regolamentazione sia in grado di migliorare solamente la quantità totale delle informazioni, senza aver alcun effetto sulla bontà informativa (Gulenko, 2018).

La regolamentazione obbligatoria è finalizzata a migliorare la trasparenza in quanto si è dimostrato che il management abbia un forte incentivo a non rivelare determinate categorie di informazioni, in particolare, informazioni su aspetti negativi, che sono rilevanti per valutare la rischiosità aziendale. Per tali motivi si richiede un intervento normativo volto a rendere obbligatoria la comunicazione non finanziaria.

La *mandatory disclosure* fornisce quindi degli incentivi a migliorare la comunicazione, riducendo così l'asimmetria informativa tra le parti. In questo contesto, la *mandatory disclosure* assume la funzione di protezione verso gli utenti esterni, riducendo gli "agency cost" connessi al vantaggio informativo del management aziendale. Si riducono così possibili comportamenti volti a nascondere o ridurre la quantità di informazioni riguardo i rischi non finanziari, riducendo il verificarsi di frodi.

L'informativa svolge dunque un importante ruolo di controllo, favorendo un più consistente monitoraggio da parte degli azionisti (V. Harper Ho 2018).

Un'altra caratteristica della *mandatory disclosure* è relativa alla funzione di supporto della liquidità di mercato. Un maggiore regolamentazione permette di migliorare la confidenza degli investitori nel mercato, favorendo così la formazione di capitale che si traduce in una maggiore stabilità e liquidità del mercato (V. E. Harper Ho 2019).

Studi empirici dimostrano che la *mandatory disclosure* migliori la liquidità e l'efficienza di mercato in quanto genera una maggiore fiducia nella formazione dei prezzi di mercato e nelle prospettive di crescita delle società quotate.

Inoltre, è generalmente accettato che una corretta regolamentazione permetta di incrementare la consistenza e la comparabilità dei dati. Alcuni articoli affermano che le disposizioni legislative possano promuovere pratiche aziendali omogenee e richiedere l'utilizzo di standard minimi di divulgazione, in modo da garantire un certo livello di consistenza.<sup>42</sup>

La *mandatory disclosure* permetterebbe di ridurre i costi che dovrebbero essere altrimenti sostenuti dagli investitori per confermare l'affidabilità e la credibilità delle informazioni non finanziarie.

Tuttavia, il concetto di qualità dei dati è un argomento alquanto complesso. Sono molte le variabili da tenere in considerazione poter formulare un giudizio

---

<sup>42</sup> Op.cit. Fortuna, F., Testarmata, S., Sergiacomi, S., & Ciaburri, M., (2020).

qualitativo. Bisogna considerare la disponibilità, l'accessibilità, la comparabilità ed altre caratteristiche informative evidenziate dai vari principi contabili.

Diverse ricerche, ad esempio, sostengono che nei paesi in cui sono vigenti regolamentazioni stringenti vi sia tendenzialmente un livello qualitativo migliore rispetto ai paesi in cui la divulgazione è ancora su base volontaria.

Lo studio di Ioannou e Serafeim (2017) ad esempio ha analizzato le implicazioni della *mandatory disclosure* in Cina, Danimarca, Malesia e Sud Africa. I risultati dimostrano un aumento della disclosure a seguito di una maggiore regolamentazione. Inoltre, si riscontra una migliore credibilità informativa e un aumento delle società disposte a adottare servizi di assurance nei propri report.

È importante sottolineare come la correlazione tra quantità e qualità dei dati non sia sempre rispettata e che attualmente non si dispone di un metodo univoco per poter misurare la qualità dei dati.

Vi sono inoltre dei vantaggi connessi alla riduzione dei costi di mercato. Avere a disposizione informazioni qualitativamente migliori con un elevato grado di credibilità permette di essere a conoscenza degli eventuali impatti finanziari connessi ai rischi ESG.

La divulgazione obbligatoria permetterebbe di ridurre il rischio sistemico nel mercato. L'effetto contagio potrebbe essere scatenato dalla presenza di asimmetrie informative connesse alla presenza di rischi non finanziari, non comunicati agli utenti esterni. Queste esternalità negative causano un'alta volatilità del mercato.

Tuttavia, per ridurre il livello di asimmetria informativa, le società devono divulgare gli effetti finanziari che derivano dalle loro pratiche aziendali e gli impatti esterni di tali pratiche.

Secondo questa logica, la *mandatory disclosure* permetterebbe di ridurre la volatilità dei mercati, connessa al manifestarsi di eventi inattesi, in quanto gli *stakeholder* sarebbero a conoscenza dei possibili rischi non finanziari (V. E. Harper Ho 2019).

### 3.3.2 Costi della mandatory disclosure

Dall'analisi della letteratura emergono alcuni aspetti negativi legati alla regolamentazione che è rilevante evidenziare.

In primo luogo, un eccessivo grado di rigidità potrebbe limitare la comunicazione, prescrivendo specifiche informazioni da trattare. In questo senso, la regolamentazione potrebbe ridurre il grado di discrezione e la capacità di formulare giudizi sulla rilevanza delle informazioni (V. E. Harper Ho 2019).

Questo eccessivo grado di rigidità non sempre si adatta al reporting sostenibile, in un contesto in cui vi sono molteplici categorie di destinatari, con bisogni conoscitivi diversi. Al contrario, nel reporting finanziario la regolamentazione ha creato meno problematiche in quanto vi è un unico il destinatario principale, gli investitori.

Un altro aspetto delicato riguarda la natura dei rischi di sostenibilità. La complessità nella definizione di rischio non finanziario rende arduo il processo di definizione di

regole e standard di comunicazione.

Evidenze empiriche mostrano come la rilevanza delle informazioni ESG incida in un periodo temporale relativamente lungo, al contrario della *materiality* finanziaria che impatta maggiormente nel breve termine. Nel disciplinare l'informativa non finanziaria si deve dunque tenere conto di eventuali costi e benefici che possono emergere nel lungo periodo.

Ulteriormente, l'imposizione di nuove regole di comunicazione potrebbe impattare negativamente nelle società che hanno un elevato grado di trasparenza non finanziari. Secondo quanto affermato dalla *signalling theory*, le aziende ad alta sostenibilità devono sostenere maggiori costi per potersi distinguere dalle altre società. Ioannou e Serafeim (2017) ad esempio, affermano che la regolamentazione obbligatoria può condurre ad un raggruppamento piuttosto che una giusta selezione tra società, comportando la perdita di valore nelle società più sostenibili.

Infine, i sostenitori della *voluntary disclosure* si soffermano sui maggiori costi di disclosure, imposti dalla regolamentazione. In un recente paper, Ioannou e Serafeim (2017) evidenziano il punto di vista secondo cui le società siano costrette a sostenere maggiori costi legati alla disclosure e ai cambiamenti manageriali interni, necessari per sviluppare un maggiore livello comunicativo. Secondo questa logica, un eccessivo onere imposto alle società potrebbe erodere il valore aziendale.

I sostenitori della *voluntary disclosure* vedono nella regolamentazione, un obbligo superfluo che comporta solamente maggiori costi ed oneri. Ciò, porterebbe le



società ad essere conformi alla legge mediante un approccio simbolico, senza sostanziali cambiamenti nella bontà informativa.

### **3.4 STANDARDIZZAZIONE E ARMONIZZAZIONE DELLE INIZIATIVE PRIVATE**

È generalmente riconosciuto che la standardizzazione possa essere un mezzo efficace al fine di incrementare il livello qualitativo della *disclosure*.

In molti paesi si è riscontrata una decisiva transazione verso una consistente regolamentazione. Tra le varie iniziative è importante menzionare i nuovi requisiti di comunicazione, introdotti con la direttiva 2014/95, emanata dall'Unione Europea, che mira a raggiungere un certo livello di armonizzazione tra le varie iniziative private che cercano di disciplinare il reporting ESG.

Tuttavia, si è creato un certo senso di confusione tra i vari utilizzatori in quanto negli ultimi anni si è assistito ad una proliferazione del *voluntary reporting* seguito dalla mancanza di comparabilità<sup>43</sup>.

In primo luogo, è rilevante sottolineare le maggiori differenze tra la standardizzazione e l'armonizzazione del reporting ESG.

Fortuna et al (2020) sottolineano che il processo di armonizzazione delle iniziative private persegue lo scopo di ridurre il livello di variabilità dei report non finanziari,

---

<sup>43</sup> Si veda diffusamente:

Op.cit Esty, D. C., & Cort, T., (2020).

Op.cit. Harper Ho, V. E., & Park, S. (2019).

assicurando così un buon livello di comparabilità nelle regole e nei principi di rendicontazione non finanziaria.

La standardizzazione, al contrario, è un processo più rigido ed invasivo, in quanto consiste nell'imporre un unico e condiviso modello di reporting.

Si richiede l'intervento normativo volto a introdurre delle riforme nella comunicazione di sostenibilità in quanto le principali iniziative private sono ad oggi molto frammentate e incapaci di guidare la disclosure non finanziaria. Le principali criticità si manifestano nella mancanza di consistenza e comparabilità del contenuto, nel perseguire scopi diversi, nel formato preposto.

Seguendo questa logica, Ho & Park (2018) affermano che una collaborazione tra le principali iniziative pubbliche e private possa essere metodo efficace per ottenere un certo allineamento tra i principi di divulgazione, permettendo di ridurre i costi sostenuti dagli investitori e migliorare l'efficienza di mercato.

Senza un intervento pubblico, è difficile raggiungere un certo grado di simmetria tra le varie iniziative. Vi sono varie motivazioni che spiegano il fallimento dei reporting standard nel raggiungere un certo livello di comparabilità.

Principalmente, le iniziative private devono produrre degli standard che possano attrarre un vasto numero di utilizzatori. I *reporting standard* tendono ad avere una maggiore partecipazione quando forniscono un maggiore grado di flessibilità e riescono possono adattarsi a più condizioni. Per perseguire un maggiore utilizzo, gli standard molto spesso mancano di comparabilità e di affidabilità.

Harper Ho *et al.* (2018) confermano che in mancanza di una corretta regolamentazione, l'ordinamento privato non sia in grado di raggiungere gli obiettivi pubblici di sicurezza e trasparenza.

Varie iniziative hanno cercato di orientare i diversi *stakeholder* nel cercare di comprendere i differenti reporting standard non finanziari. Ad esempio, si possono citare il “*World Business Council for Sustainable Development’s Reporting Exchange*” e il “*ESG Disclosure Handbook*”.

Recentemente, i principali *standard setter* e organizzazioni internazionali, che si occupano di disciplinare la disclosure ESG, hanno deciso di formare il “Corporate Reporting Dialogue”, che si pone l’obiettivo di armonizzare e standardizzare gli attuali *reporting framework*<sup>44</sup>.

I partecipanti a questa iniziativa comprendono il CDP, il Climate Disclosure Standards Board (CDSB), il Global Reporting Initiative (GRI), il Sustainability Accounting Standards Board (SASB), l’International Accounting Standards Board, e il Financial Accounting Standards Board.

Il corporate Reporting Dialogue supporta un’altra iniziativa nel campo dell’armonizzazione dei reporting standard, il “Better Alignment Project”. Quest’ultimo si pone l’obiettivo di analizzare come effettivamente supportare le

---

<sup>44</sup> Si veda diffusamente: Corporate Reporting Dialogue. “Driving Alignment in Climate-Related Reporting”, (2019).

società nel processo di redazione della disclosure ESG. Il progetto di allineamento si basa sulle raccomandazioni fornite dalla Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Il processo di allineamento dei reporting framework ha assunto una tale rilevanza che di recente sono stati pubblicati diversi report in merito.

In primo luogo, è importante citare il recente report pubblicato da IOSCO, “*Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO*”. I risultati di questo report evidenziano tre principali criticità ricorrenti nel campo della sostenibilità.

Principalmente segnala la presenza di molteplici e divergenti *framework* e standard di sostenibilità, indica la mancanza di una chiara definizione di attività sostenibili ed infine tratta il problema del *greenwashing*.

In particolar modo, la presenza di molteplici *framework*, la confusione legata alle varie terminologie esistenti e la mancanza di una condivisa tassonomia possono aggravare problematiche di *greenwashing*, in quanto possono incoraggiare l'utilizzo di comportamenti scorretti.

I principali policy drivers mondiali ricercano quindi una standardizzazione delle terminologie ESG, relative a prodotti e attività e un'armonizzazione dei principali *reporting framework* per poter limitare le problematiche di *greenwashing* e raggiungere così gli obiettivi di sostenibilità prefissati.

## **CAPITOLO 4: LA REGOLAMENTAZIONE DELL'INFORMATIVA NON FINANZIARIA IN EUROPA**

### **4.1 LA DIRETTIVA SULLA RENDICONTAZIONE NON FINANZIARIA**

La Direttiva Europea 2014/95/EU è ampiamente considerata essere la più importante spinta verso la creazione di un sistema di obblighi di divulgazione delle informazioni non finanziarie in Europa.

La Direttiva è stata emanata dal Parlamento Europeo nell'Ottobre 2014, nella quale si stabilisce che l'obbligo di “divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario da parte di talune imprese di grandi dimensioni è importante per gli interessi delle imprese, degli azionisti e di altri portatori di interesse”<sup>45</sup>.

La Direttiva ha generato un considerevole interesse sia per i soggetti destinatari che per molti ricercatori, in quanto il suo scopo principale è quello di migliorare la consistenza e la comparabilità delle informazioni non finanziarie in Europa. (Unione Europea, 2014).

L'obiettivo dell'Unione Europea è volto ad armonizzare la legislazione di ciascun Stato membro, stabilendo dei requisiti di divulgazione per le informazioni non finanziarie che società ed enti di interesse pubblico devono rispettare.

---

<sup>45</sup> Direttiva 2014/95/UE, in materia di “Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni”, Unione Europea (2014).

Recentemente la Direttiva è stata recepita in tutti i Stati membri dell'Unione Europea, al fine di ricostruire la fiducia con investitori e consumatori.

La commissione Europea ha agito nel miglior modo possibile per migliorare la trasparenza informativa, mostrando un forte impegno verso il raggiungimento dei principi dell'Agenda 2030. Tali obiettivi richiedevano appunto lo sviluppo di un certo livello di regolamentazione per generare l'adozione obbligatoria delle pratiche di reporting ESG delle società maggiori (Venturelli, Pizzi, Caputo, & Principale 2020).

L'ambito di applicazione della Direttiva riguarda solamente le grandi società, le quali devono essere entità di interesse pubblico (PIE) e devono soddisfare determinati requisiti.

In primo luogo, gli enti di interesse pubblico comprendono entità che si occupano della negoziazione di valori mobiliari sul mercato regolamentato di qualsiasi Stato membro, enti creditizi, imprese di assicurazione o designate da uno Stato membro come ente di interesse pubblico.

Il secondo requisito riguarda avere un numero di impiegati superiore a 500 nell'anno di esercizio. Infine devono avere un attivo di bilancio superiore a 20 milioni di euro o un fatturato netto superiore a 40 milioni di euro<sup>46</sup>.

---

<sup>46</sup> Brunelli, S., & Di Carlo, E. "Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations: New Theories, Strategies and Tools for Survival and Growth. Springer Nature". (2019).

A tali soggetti è richiesto la pubblicazione e la diffusione di informazioni riguardo sostenibilità, business model e indicatori di performance chiave al fine di poter individuare le principali rischiosità legata alla sostenibilità e poter mantenere un buon livello di fiducia con gli *stakeholder*.

Nella letteratura, tuttavia, non emerge una chiara e condivisa definizione di “informazioni non finanziarie”. Le informazioni non finanziarie si riferiscono ad una vasta gamma di tematiche tra loro interconnesse, tra la quali si evidenziano le informazioni riferite alle pratiche ESG e agli impatti di tali pratiche sulla rischiosità di lungo periodo.<sup>47</sup>

Secondo quanto riportato dalla direttiva, i report di natura non finanziaria devono includere “informazioni nella misura necessaria per comprendere lo sviluppo, le prestazioni, la posizione e l'impatto dell'attività dell'impresa in relazione, come minimo, alle questioni ambientali, sociali e dei lavoratori, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione”<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> Veltri, S., De Luca, F., & Phan, H. T. P. “Do investors value companies' mandatory nonfinancial risk disclosure? An empirical analysis of the Italian context after the EU Directive.” *Business Strategy and the Environment*. (2020).

<sup>48</sup> Op.cit Veltri, S., De Luca, F., & Phan, H. T. P. (2020). “information to the extent necessary for an understanding of the undertaking's development, performance, position, and impact of its activity relating to, as a minimum, environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and bribery matters” pag. 2227

Tali informazioni comprendono una breve descrizione del business model delle società sottostanti, le principali politiche perseguite dalle società in relazione alle questioni sociali, ambientali e di governance ed infine le conseguenze e i risultati derivanti dall'implementazione di tali politiche.

Inoltre, devono essere riportati i principali rischi connessi alle questioni non finanziarie, le informazioni riguardo la gestione tali rischiosità ed i principali indicatori chiave di performance non finanziaria.

La Direttiva inoltre non definisce uno chiaro e specifico *format* da seguire per la rendicontazione non finanziaria, lasciando libere le società di decidere il canale informativo desiderato.

In particolare, le società possono scegliere di includere informazioni ESG all'interno del management commentary oppure produrre un documento autonomo, quale l'integrated o il sustainability report (Veltri,2020).

Nonostante sia condivisa l'assunzione che la transizione da un approccio volontario verso una divulgazione obbligatoria abbia migliorato la trasparenza informativa e la quantità totale di informazioni, la Direttiva è stata ampiamente criticata in relazione a diverse questioni.

In primo luogo, si evidenzia un effetto limitato della Direttiva, causato dalla mancanza di specifici requisiti di rendicontazione.



Inoltre, è fortemente criticata l'ampio grado di flessibilità lasciata alle imprese nello scegliere sia il canale informativo che il reporting framework che ritengono più opportuno.

Nei seguenti paragrafi segue un'analisi dettagliata di tutte le criticità presenti attualmente nel contesto Europeo, che impediscono l'effettiva armonizzazione della divulgazione non finanziaria e che riducono la credibilità e l'affidabilità dei report.

## **4.2 STANDARDIZZAZIONE DELL'INFORMATIVA NON FINANZIARIA**

### 4.2.1 Armonizzazione e trasparenza dopo l'implementazione della Direttiva 95/2014/EU

La Direttiva 2014/95/EU è riconosciuta come un'importante step verso la standardizzazione e l'armonizzazione delle pratiche di reporting sulla sostenibilità<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Si veda diffusamente:

Op. cit. Doni, F., Bianchi Martini, S., Corvino, A. e Mazzoni, M. (2019).

La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., Tarquinio, L., & Dumay, J., "Harmonising non-financial reporting regulation in Europe", *Meditari Accountancy Research*. Vol.26 N.4, pag.598-621 (2018)

Aureli, S., Magnaghi, E., & Salvatori, F. The role of existing regulation and discretion in harmonising non-financial disclosure. *Accounting in Europe*, Vol.16 N.3, pag.290-312. (2019).

Testarmata, S., Ciaburri, M., Fortuna, F., & Sergiacomi, S. "Harmonization of Non-financial Reporting Regulation in Europe: A Study of the Transposition of the Directive 2014/95/EU", *Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations*, pag. 67-88 Springer, Cham (2020).

La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., & Dumay, J., "Rebuilding trust: sustainability and non-financial reporting and the European Union regulation", *Meditari Accountancy Research*, Vol.28 N.5, pag.701-725 (2020)

La principale caratteristica della standardizzazione si riferisce all'adozione coercitiva degli stessi principi contabili e di rendicontazione, delineando un unico modello di rendicontazione da poter seguire.

In merito alla standardizzazione, l'Unione Europea prese la decisione di non imporre specifici standard, ma solamente minimi requisiti informativi da comunicare, lasciando così alle società ampia flessibilità in merito al contenuto (La Torre et al., 2018).

Un consistente parte di letteratura si è soffermata nell'esaminare le conseguenze dell'aver introdotto un minimo livello di regolamentazione della disclosure.

Tra i principali benefici, si evidenzia come in Europa vi sia stato un generale aumento della trasparenza informativa con degli effetti indiretti sul miglioramento dell'efficienza di mercato.

Si evidenzia come le società, nonostante abbiamo dovuto supportare maggiori oneri legati al costo del reporting, abbiano beneficiato di un miglioramento del valore aziendale connesso ad una consistente riduzione del livello di rischiosità percepito da terze parti con la conseguente riduzione del costo del capitale.

---

Mion, G., & Loza Aduai, C. R. "Mandatory nonfinancial disclosure and its consequences on the sustainability reporting quality of Italian and German companies" *Sustainability*, Vol.11 N.17, (2019).

Pizzi, S., Venturelli, A., & Caputo, F. "The comply-or-explain principle in directive 95/2014/EU. A rhetorical analysis of Italian PIEs", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* (2020)

Aureli *et al.* (2019) affermano che la Direttiva non finanziaria (NFRD) sia stata una risposta all'esigenza di un miglioramento della trasparenza e dell'efficienza di mercato, in quanto, imponendo un minimo livello di informativa non finanziaria, le società possono ottenere finanziamenti esterni con costi ridotti.

Nonostante sia unanime il consenso che l'introduzione di obblighi normativi abbiano portato diversi benefici, da una revisione dei principali studi in materia, emergono diversi aspetti critici che hanno limitato l'effettività della Direttiva nel garantire un certo livello di armonizzazione.

La piena efficacia della *mandatory disclosure* in Europa è stata limitata da diversi fattori.

In primo luogo, Mion & Loza Adauì (2019) attraverso uno studio condotto sul *sustainability reporting* nelle società italiane e tedesche quotate, mostrano come l'inefficacia della Direttiva sia in parte legata all'eterogeneità nazionale in materia non finanziaria.

La Direttiva è stata un'innovazione nel contesto europeo. Pertanto, per poter analizzare i risultati ottenuti, bisogna tenere in mente la limitata esperienza nel campo della regolamentazione non finanziaria prima dell'introduzione della Direttiva (Venturelli *et al.*, 2020). Si evidenziano quindi diverse reazioni da parte delle società europee, legate al grado di regolamentazione presente prima dell'entrata in vigore della Direttiva 95/2014.

Essenzialmente, La Torre *et al.* (2018) affermano che la principale criticità è stata l'assenza nell'imposizione di un unico *reporting standard* obbligatorio. La Direttiva in questi termini lascerebbe un certo grado di flessibilità di scegliere il reporting framework che meglio si adatta ai bisogni informativi delle società.

Secondo quanto affermato, i manager sarebbero in grado di definire il contenuto dei report non finanziari in relazione ai propri interessi, ovvero avrebbero l'incentivo a nascondere informazioni ritenute nocive per le società, limitando la comunicazione solamente alle informazioni positive (Pizzi *et al.*, 2020). Questo ampio grado di discrezionalità incide negativamente sul grado comparabilità delle informazioni.

Inoltre, si è lasciata ampia flessibilità ai singoli Stati nel trasporre il contenuto della Direttiva (La Torre *et al.*, 2018).

Jeffery (2017) ha analizzato la trasposizione della NFRD in quattro paesi, Francia, Germania, Italia e Regno Unito. In tale report emergono sostanziali differenze riguardo il formato della disclosure, l'ambito di applicazione, i requisiti di contenuto e la verifica dei report.

La principale scelta dell'Unione Europea è stata quella di evitare un approccio unico, in quanto prima della Direttiva non vi erano provvedimenti normativi volti a disciplinare la *disclosure* non finanziaria. Il panorama europeo si presentava molto eterogeneo e difforme in ambito di regolamentazioni non finanziarie.

Per questa serie di motivi, l'Unione Europea ha deciso di intervenire evitando di imporre un modello unico, lasciando ampi margini di discrezione. Mentre un vero

e proprio regolamento sarebbe stato vincolante in tutti i suoi elementi, la Direttiva ha lasciato un livello di flessibilità agli Stati riguardo sia forma che il contenuto dei report (Aureli 2019).

Nella letteratura, inoltre, si è ampiamente discusso quale sia l'approccio più efficace nel disciplinare l'informativa non finanziaria.

I sostenitori dell'approccio volontario, ad esempio, vedono l'introduzione della Direttiva come un onere superfluo, che obbliga le società a produrre report di sostenibilità per essere adempienti con la legge. In questo senso, Doni et al. (2019) affermano che il reporting possa essere implementato mediante un approccio simbolico, caratterizzato da un aumento complessivo della quantità dei dati disponibili senza un miglioramento della qualità complessiva.

Mentre per le grandi società, la Direttiva può determinare dei cambiamenti sostanziali, ciò non è sempre vero per le piccole e medie imprese, le quali si vedono costrette a sostenere dei maggiori costi, portando alla diminuzione della qualità e dell'efficacia della rendicontazione (Doni *et al.*, 2019).

Al contrario, i sostenitori della *mandatory disclosure* affermano che la regolamentazione possa migliorare la qualità e la comparabilità della rendicontazione non finanziaria. La regolamentazione sarebbe quindi preferibile alla *voluntary disclosure* la quale può essere incompleta e priva di accuratezza, neutralità, obiettività e comparabilità informativa (Caputo et al., 2019).

Negli ultimi decenni vi è stato un crescente interesse nella letteratura riguardo la qualità della *disclosure* ESG. In particolare, Venturelli *et al.* (2019) si sono focalizzati nel valutare il livello di qualità dell'informativa non finanziaria nelle società inglesi e italiane, per capire quali siano i fattori che incidono nella bontà informativa.

In primo luogo, gli autori sottolineano l'importanza della *disclosure quality* nel colmare il *disclosure gap* presente tra il management e i destinatari del reporting. Una maggiore qualità dei dati è in grado di ridurre eventuali lacune informative e soddisfare i bisogni conoscitivi degli *stakeholder*.

Si riscontrano, tuttavia, delle evidenze contrastanti in merito alla qualità del reporting non finanziario in relazione ai principali interventi normativi.

Alcuni studi, ad esempio, affermano che la *mandatory disclosure* in Europa possa incrementare la qualità dei dati.

In un recente articolo, Caputo *et al.* (2020) sostengono che vi è stato un incremento nella qualità dei report finanziari delle società italiane, dopo la trasposizione della Direttiva. Per studiare la variazione del livello qualitative è stato creato un indicatore denominato "NF\_Score". Tale indicatore ha attribuito un punteggio in base a diversi requisiti quali il business model, le politiche di sostenibilità, i rischi di sostenibilità, gli indicatori chiave di performance e la diversità.

Un altro ramo della letteratura, al contrario, afferma che la Direttiva sia stata in grado di migliorare la quantità generale di informazioni disponibili, senza alcun effetto nella qualità.

Nonostante si rilevino alcune critiche, è univoco il consenso secondo cui l'introduzione dell'approccio obbligatorio in Europa abbia contribuito a raggiungere un certo livello di armonizzazione in campo non finanziario, seppur non ancora sufficiente in termini di l'affidabilità e la comparabilità, generando un miglioramento generalizzato della trasparenza informativa e dell'efficienza di mercato.

#### 4.2.2 Implicazioni sociali e manageriali della Direttiva 2014/95/EU

Negli ultimi anni vi è stato un crescente interesse accademico in merito alle implicazioni sociali e manageriali connesse agli obblighi di informativa non finanziaria<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup>Si veda diffusamente:

Caputo, F., Leopizzi, R., Pizzi, S., & Milone, V., "The Non-Financial Reporting Harmonization in Europe: Evolutionary Pathways Related to the Transposition of the Directive 95/2014/EU within the Italian Context", Sustainability Vol.12 N.1, pag.92 (2020)

Op.cit. La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., Tarquinio, L., & Dumay, J (2018)

Op. cit. La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., & Dumay, J., (2020)

Op.cit Pizzi, S., Venturelli, A., & Caputo, F. (2020)

L'imposizione di nuove regole di comunicazione nel panorama europeo a cui abbiamo assistito, ha raggiunto dei buoni risultati seppur non sufficienti a garantire la comparabilità e la consistenza dei dati, portando alla necessità di un cambiamento della Direttiva Europea.

Nonostante si possa registrare un aumento generale della trasparenza informativa, è importante tenere in considerazione la possibile adozione di approcci simbolici e comportamenti ingannevoli di greenwashing. Le società, infatti, potrebbero essere rispettose delle leggi sull'informativa non finanziaria in modo superficiale, utilizzando un approccio denominato "tick-box" (Caputo 2020).

Nonostante l'imposizione di specifiche norme volte a richiedere la diffusione di specifiche informazioni, vi è il sostanziale rischio che le società utilizzino i *reporting framework* solamente per essere conformi alla Direttiva, senza avere dei cambiamenti sostanziali nel proprio *business model*.

Le società potrebbero implementare un determinato *reporting framework* solamente in maniera simbolica, attivando una strategia manageriale volta a impressionare e raggirare gli utilizzatori esterni (La Torre *et al.*, 2020).

La mancanza di fiducia può dipendere da numerosi fattori tra i quali la mancanza di verifica delle informazioni, l'incentivo manageriale a non rivelare dettagli riguardo l'attività aziendale ed eventuali risultati critici o da possibili comportamenti di greenwashing.



Pertanto, Venturelli *et al.* (2018) affermano che per poter raggiungere un sufficiente livello di qualità informativa è necessario contrastare comportamenti scorretti manageriali e migliorare la fiducia delle parti interessate in merito alle informazioni comunicate.

Alcuni studi rivelano come la qualità dei report, nonché il generale livello di armonizzazione, sia stata fortemente influenzata dall'utilizzo del principio “*comply or explain*”.

Secondo quanto riportato dall'articolo 19 della Direttiva, le società che non inseriscano indicazioni in relazione a uno o più materie relative al contenuto, hanno la facoltà di fornire una spiegazione chiara e articolata del motivo di tale scelta<sup>51</sup>. In questo senso, la Direttiva ha lasciato le società libere di poter escludere determinate informazioni dai report non finanziari

Il principio “*comply or explain*” ha comportato che molte società limitassero la *disclosure* in merito ad esternalità negative e rischiosità legate a fattori ESG, ponendosi come ostacolo al processo di armonizzazione e standardizzazione delle informazioni non finanziarie (Pizzi *et al.*, 2020).

---

<sup>51</sup> Art 19(a) DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni

Si riscontra che le società hanno un forte incentivo a proteggere l'integrità dello stato reputazionale, cercando di nascondere possibili criticità che possano danneggiare l'immagine aziendale, implementando comportamenti fuorvianti quali il *greenwashing*.

In questa ottica, il principio di "comply or explain" può essere visto come uno strumento efficace per legittimare l'attività aziendale e poter escludere rilevanti informazioni, come strategia alternativa al greenwashing (Pizzi *et al.*, 2020).

Nella letteratura sono stati ampiamente discussi i principali limiti dell'approccio "comply or explain". In un recente studio, Pizzi *et al.* (2020), hanno valutato l'effettività di tale principio nel contesto italiano. Principalmente, mostrano come la regolamentazione, attraverso un set condiviso di regole riguardo l'informativa non finanziaria, non sia necessariamente seguita da una contribuzione attiva da parte del settore privato.

In secondo luogo, i manager avrebbero la facoltà di preservare l'immagine aziendale mediante l'adozione di giustificazioni che limitino la trasparenza.

L'armonizzazione dell'informativa non finanziaria potrebbe quindi essere limitata da uno scorretto utilizzo da parte dei managers (Pizzi *et al.* 2020).

### 4.3 CARATTERISTICHE E CRITICITÀ DELLA DIRETTIVA

#### 4.3.1 Comparabilità delle informazioni dopo l'implementazione della Direttiva 95/2014

Il principio di comparabilità delle informazioni non finanziarie è uno dei valori essenziali che ha accompagnato l'emanazione della Direttiva 95/2014.

La comparabilità ha assunto un ruolo centrale nella regolamentazione della *disclosure* in quanto evidenze empiriche dimostrano benefici in termini di protezione degli investitori e di efficienza di mercato (Venturelli *et al.*, 2020).

Tuttavia, si sono riscontrate particolari criticità riguardo l'efficacia della Direttiva nel garantire la comparabilità e l'affidabilità dei dati non finanziari.

Nello specifico, diversi autori affermano che l'impatto della direttiva sia stato limitato da una serie di fattori, tra i quali la mancanza di specifici e condivisi *reporting standard*<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Si veda diffusamente:

Venturelli, A., Pizzi, S., Caputo, F., & Principale, S., "The revision of nonfinancial reporting directive: A critical lens on the comparability principle", *Business Strategy and the Environment*, Vol.29 N.8, pag.3584-3597 (2020).

Op.cit Doni, F., Bianchi Martini, S., Corvino, A. e Mazzoni, M. (2019)

Op.cit. Caputo, F., Leopizzi, R., Pizzi, S., & Milone, V (2019)

Op. cit. Testarmata, S., Ciaburri, M., Fortuna, F., & Sergiacomi, S. (2020)

Op. cit. La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., & Dumay, J., (2020)

Op. cit. Veltri (2020)

La Direttiva ha lasciato alle società la facoltà di scegliere sia gli standard da seguire che il grado di aderenza a tali standard. Inoltre, la Direttiva non stabilisce nel dettaglio il contenuto dei report, ne impone un determinato formato di *disclosure* da seguire.

Questo grado di flessibilità lascia la possibilità di scegliere di divulgare le informazioni attraverso il framework che meglio si adatta alle proprie caratteristiche (Testarmata *et. al.*, 2020).

Tutto questo grado di libertà ha generato una profonda variazione nel contenuto e nel formato dei report contenenti informazioni non finanziarie.

Tuttavia, i report tendono a differire anche a causa di fattori comportamentali quali i diversi atteggiamenti dei manager riguardo la divulgazione delle pratiche di sostenibilità (Venturelli *et al*, 2020). Evidenze dimostrano che, anche in presenza di non financial report simili in termini di forma e contenuto, la comparabilità dei dati potrebbe essere compromessa dall'attitudine dei manager a focalizzarsi esclusivamente su aspetti positivi della performance di sostenibilità, trascurando i rilevanti fattori negativi.

L'approccio di minima armonizzazione si traduce dunque in una ampia variabilità della qualità e quantità dei report disponibili. La mancanza di una specifica definizione del contenuto e della forma rende difficile l'utilizzo di tali informazioni e pone dei limiti nella comparazione dei risultati aziendali (Testarmata *et. al.*, 2020).

Alcuni studi segnalano inoltre la mancanza di una chiara definizione del concetto di informazione non finanziaria. La direttiva in questo senso avrebbe delle criticità in comune con i *reporting standard* in quanto non fornisce una precisa definizione di quali informazioni includere all'interno dei report, ma semplicemente provvede degli esempi e delle guide generali sull'interpretazione di tali dati (Doni *et al.*, 2019).

Da un'analisi della letteratura in materia, emergono delle criticità relative ai principi di regolamentazione.

In particolar modo è stato ampiamente discusso il principio del “*comply or explain*”, in quanto, se da un lato ha comportato un miglioramento della trasparenza informativa, dall'altro ha promosso una variabilità delle informazioni presenti nei report di sostenibilità.

Secondo tale principio, le società sono tenute a divulgare esclusivamente le informazioni e le problematiche relative alle politiche implementate. In questa logica, le società che non perseguono attività in merito alle questioni obbligatorie, specificate dalla Direttiva, possono inserire all'interno del report finanziario una spiegazione chiara e motivata del motivo sottostante. Tale approccio lascerebbe ampi margini di libertà alle società nella definizione delle proprie politiche esg e della rendicontazione non finanziaria possibili grazie all'utilizzo di giustificazioni retoriche (Testarmata *et. al.*, 2020).

Il principio del “comply or explain” è stato ampiamente criticato nella letteratura in quanto può essere utilizzato come mezzo di esclusione di determinate informazioni nella redazione dei report (Pizzi et al., 2020).

La caratteristica negativa di questo principio riguarda quindi la possibilità per le società di essere conformi alle norme escludendo dalle dichiarazioni non finanziarie le informazioni non disponibili o non desiderate (Pizzi et al., 2020).

Il rischio è che le aziende, avendo la possibilità di escludere rilevanti informazioni mediante il principio “comply or explain”, utilizzino un determinato reporting framework al fine di essere compliant con i requisiti imposti dalla Direttiva, senza effettivi cambiamenti nel proprio modello di business, riducendo così la credibilità e la comparabilità informativa (Mazzotta, Bronzetti e Veltri, 2020).

#### 4.3.2 Credibilità e verifica delle informazioni non finanziarie

La pratica dell’assurance esterna rappresenta il principale metodo per incrementare la credibilità delle informazioni non finanziarie.

La pratica dell’assurance nei report di sostenibilità è tuttavia rimasta volontaria in molte giurisdizioni Europee. In particolare, la Direttiva afferma che le informazioni presenti nel *management report* devono essere sottoposte a revisione da parte dei revisori delle società stesse, mentre per gli ESG report *standalone* non è richiesta la verifica da terze parti (Testarmata et. al., 2020).

Solamente nove paesi dell'Unione Europea hanno deciso, nella trasposizione della Direttiva, di imporre l'obbligo di verifica obbligatoria delle dichiarazioni non finanziarie.

Il diverso approccio utilizzato dai singoli Stati ha creato delle diversità nel grado di affidabilità delle informazioni che si riflettono nella riduzione del livello di comparabilità (La Torre et al., 2018).

Altra problematica riguarda la tipologia di assurance scelta. Nonostante i responsabili politici europei abbiano permesso ai preparatori di conformarsi alla legge attraverso diverse tipologie di assurance, in Europa, l'ISAE 3000 è lo *standard assurance* maggiormente utilizzato (Testarmata et. al., 2020).

L'ISAE3000 (*International Standard on Assurance Engagements*) è uno degli standard sviluppati dallo IAASB ed è considerato un punto di riferimento per gli *assurance providers*. Viene utilizzato soprattutto dalle maggiori società di revisione contabile a livello globale, le "Big Four".

L'ISAE 3000 standard identifica due tipologie di assurance: la *reasonable assurance*, la quale offre un elevato livello di affidabilità, e la *limited assurance*.

Nella *limited assurance*, l'operatore raccoglie minori evidenze rispetto la *reasonable assurance*, ma sufficienti ad esprimere un giudizio in forma negativa.

Data la natura complessa delle informazioni non finanziarie, si richiede una analisi profonda da parte degli assurance esterni al fine di verificare la qualità di tali

informazioni. Tuttavia, le evidenze empiriche dimostrano che in Europa le società tendono ad utilizzare la *limited assurance* (Venturelli et al., 2020).

Nonostante l'approccio limitato consenta, con un processo meno invasivo, di verificare l'affidabilità informativa, si riscontra una maggiore probabilità di errori nell'analisi (Testarmata et. al., 2020).

Si rileva il rischio che la *non financial assurance* possa essere utilizzata sottoforma di approccio simbolico, volto a migliorare la confidenza dei propri *stakeholder*.

La Torre *et al.* (2018) forniscono una panoramica generale dei principali studi riferiti al livello di assurance e le sue implicazioni. In particolare, gli autori evidenziano che le società possano utilizzare l'assurance come un processo simbolico, risultato di un processo superficiale e opaco di verifica del rispetto dei principi e delle norme.

Pertanto, si rileva che l'attuale stato volontario dei servizi di assurance insieme ai possibili approcci simbolici di tale pratiche possono contrastare il raggiungimento degli obiettivi che la Direttiva si pone di raggiungere.

Si richiede dunque un intervento normativo volto a disciplinare ulteriormente la verifica dei report non finanziaria al fine di migliorare la *corporate accountability* e la comparabilità delle informazioni esg.



### 4.3.3 Trasposizione della direttiva negli Stati Membri

I Membri dell'Unione Europea hanno dovuto implementare i requisiti della Direttiva Europea entro il 6 dicembre 2016, creando un dibattito nella letteratura riguardo i differenti gradi di implementazione e le effettive conseguenze sulla qualità informativa.

Prima della direttiva, vi era un forte squilibrio in merito ai provvedimenti volti a disciplinare le informazioni non finanziarie. Vi era un differente grado di sensibilità in quanto alcuni Paesi come ad esempio Francia, Regno Unito, Svezia, Danimarca, Spagna, Paesi Bassi e Finlandia, avevano già deciso di implementare un approccio di tipo “*mandatory*”, scegliendo di imporre dei requisiti nelle problematiche ESG, mentre altri Paesi avevano preferito di lasciare l'approccio volontario.

È generalmente riconosciuto che la Direttiva abbia lasciato una eccessiva flessibilità agli Stati membri nel poter trasporre la Direttiva. I Paesi potevano scegliere di implementare i requisiti minimi della Direttiva oppure imporre dei requisiti ancora più dettagliati (Fiandrino 2020).

Numerosi studi hanno cercato di capire come le differenze nella trasposizione abbiano limitato il raggiungimento dell'armonizzazione nonché degli obiettivi primari di comparabilità e consistenza.

Nel 2017, il GRI e il CSR Europe and Accountancy Europe hanno pubblicato un report in cui forniscono nel dettaglio le diverse scelte di implementazioni e le principali differenze di contesto.

In primo luogo, la direttiva ha lasciato libertà nel decidere i destinatari, ovvero nel decidere i parametri di grandezza delle società a cui si applica la direttiva e la definizione di entità di pubblico interesse.

Altra caratteristica distintiva riguarda la posizione delle informazioni non finanziarie ovvero il canale informativo. Nel dettaglio, alcuni Paesi come ad esempio Francia e Regno Unito hanno deciso di imporre come unico mezzo divulgativo il management report. Al contrario, altri Paesi hanno lasciato invariato il testo della Direttiva, lasciando l'opzione di preparare la dichiarazione non finanziaria in un report separato.

Altre differenze posso riguardare la scelta dei reporting framework e delle linee guida che le società possono utilizzare.

Si rileva una ampia flessibilità nella scelta degli argomenti e del contenuto da divulgare. Jeffrey (2017) sottolinea che i fattori ESG che la Direttiva impone divulgare riguardano questioni ambientali, questioni sociali e dei lavoratori, il rispetto dei diritti umani e argomenti di anticorruzione. Tuttavia, è stata lasciata libertà di poter aggiungere dei requisiti di contenuto più stringenti.

Ad esempio, Italia e Francia hanno deciso di fornire dei maggiori requisiti riguardo questioni ambientali.

Inoltre, gli Stati hanno avuto la possibilità di scegliere il livello di verifica desiderato delle informazioni non finanziarie. Alcuni paesi come Francia, Italia e

Regno Unito hanno incluso delle verifiche in merito alla consistenza oltre ai requisiti imposti dalla Direttiva.

Infine, Jeffery (2017) evidenzia le differenze riguardo le conseguenze del non essere conforme con la regolamentazione. Le conseguenze variano da sanzioni amministrative, in Italia, a sanzioni più restrittive come la reclusione, in Germania. In Francia invece l'unica conseguenza è la facoltà delle parti interessate di richiedere in tribunale il rilascio di tali informazioni.

Le evidenze empiriche suggeriscono che nonostante l'implementazione della Direttiva nei vari stati sia stato un importante passo verso l'armonizzazione e la comparabilità dei dati ESG, si rilevano alcune differenze che richiedono un supplementare intervento normativo.

Aureli *et al.* (2019) nell'analisi delle normative nazionali, prima e dopo l'implementazione della Direttiva, sottolineano che lasciare ampia flessibilità in mano agli Stati ha portato a delle somiglianze, incoraggiando quindi la comparabilità e l'affidabilità informativa, ma ha anche mantenuto e creato nuove divergenze, ostacolando il fine ultimo dell'armonizzazione.

Gli autori, a seguito delle evidenze riscontrate, evidenziano il bisogno di intervenire utilizzando uno strumento giuridico più invasivo della Direttiva o innalzando i requisiti dell'attuale Direttiva.

## **4.4 I PRINCIPALI INTERVENTI NORMATIVI NELLA REGOLAMENTAZIONE DELLA DISCLOSURE ESG**

### 4.4.1 I principali obiettivi dell'Action Plan

Nel 2018, la commissione Europea ha pubblicato il “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile”, con lo scopo di orientare i mercati finanziari verso lo sviluppo sostenibile, in linea con gli obiettivi fissati dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite<sup>53</sup>.

Il piano d'azione è volto a soddisfare tre obiettivi principali. In primo luogo, l'iniziativa è finalizzata ad orientare i flussi di capitali verso gli investimenti sostenibili e di lungo periodo, al fine di promuovere la considerazione, nell'adozione di decisioni di investimento, dei fattori ambientali e sociali.

Inoltre, si impegna ad integrare la sostenibilità all'interno dei processi di risk management. L'inclusione gli obiettivi ambientali e sociali nei processi decisionali finanziari mira a limitare l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali.

Infine, il piano d'azione si pone l'obiettivo di supportare la trasparenza informativa e di promuovere l'approccio di lungo periodo nelle attività economiche e finanziarie.

---

<sup>53</sup> Si rimanda diffusamente a:

O'Leary, L., & Hauman, M. “Regulatory Implications of ESG Investment. Journal of Financial Transformation”, 51, 163-171(2020).

“La trasparenza delle imprese sulle questioni di sostenibilità costituisce un prerequisito che consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese nonché la relativa gestione dei rischi di sostenibilità”<sup>54</sup>.

A seguito della pubblicazione dell’*Action Plan*, è stato istituito il “Technical Expert Group” (TEG), un gruppo di esperti in ambito sostenibile per poter mettere in pratica l’iniziativa legislativa.

Il piano d'azione dell'UE è quello di trasformare l’economia in un sistema sostenibile e più resiliente al fine di ridurre le emissioni di anidride carbonica, aumentare la competitività con una migliore efficienza produttiva e ridurre il costo delle risorse impiegate (O’Leary & Hauman, 2020).

Le misure adottate dal TEG si suddividono in quattro aree chiave. La strategia comprende la creazione un sistema condiviso per le attività economiche sostenibili, uno standard europeo per i green bond, la determinazione di parametri di riferimento per gli investimenti a basse emissioni ed infine delle linee guida per la divulgazione delle informazioni legate al clima ed alla sostenibilità (O’Leary & Hauman, 2020).

---

<sup>54</sup> Commissione Europea, "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile." (2018).

Da un punto di vista applicativo, nel 2019 sono stati emessi due provvedimenti rilevanti. Il primo passo ha riguardato il bisogno di promuovere la trasparenza informativa e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.

In questo ambito, l'Unione Europea ha introdotto nuovi obblighi di disclosure non finanziaria agli intermediari finanziari riguardo l'integrazione dei fattori ESG all'interno dei portafogli di investimento e nell'attività di consulenza.

Il 27 novembre, il TEG ha dunque pubblicato il Regolamento UE 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

Il secondo intervento è riferito invece alla pubblicazione del regolamento 2019/2089 riguardo gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

Nel marzo del 2020 è stato creato un sistema condiviso di classificazione delle attività sostenibili, la tassonomia, uno strumento per guidare investitori e imprese verso un'attività economica priva di impatti sull'ambiente e sul clima.

La classificazione dei prodotti finanziari come "investimenti sostenibili" è una misura volta a contrastare il rischio di pratiche scorrette, il "*greenwashing*" dei prodotti finanziari.

#### 4.4.2 Regolamento dell' informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

La seguente sezione mira ad analizzare il regolamento 2019/2088 UE, relativo all' informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari<sup>55</sup>.

Il regolamento rappresenta l'impegno formale nei confronti dell' Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, basata sugli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Il regolamento è inoltre conforme con i requisiti stabiliti con l'accordo di Parigi, volto a ridurre le problematiche legate al cambiamento climatico, favorendo lo sviluppo di una economia a basse emissioni di gas effetto serra.

Il testo normativo evidenzia il percorso volto ad armonizzare l' informativa legata alla sostenibilità per poter limitare l'utilizzo di approcci e misure divergenti e fornire uno standard informativo condiviso. Si necessita la rimozione degli attuali ostacoli per poter favorire il flusso di investimenti sostenibili e contrastare problematiche di greenwashing.

Il regolamento per la disclosure ESG si pone l'obiettivo di stabilire “norme armonizzate sulla trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella

---

<sup>55</sup> Si veda diffusamente:

REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 in materia di “informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”.

comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari”<sup>56</sup>.

Il regolamento sulla disclosure ESG si applica ad un ampio range di soggetti, definiti nell’articolo 2. In particolare, i partecipanti ai mercati finanziari includono imprese di assicurazioni, imprese di investimento e enti creditizi che gestiscono portafogli, gestori di fondi di investimento alternativi e per il venture capital, creatori e fornitori di prodotti pensionistici.

Il regolamento si applica inoltre ai consulenti finanziari, quali intermediari e imprese di assicurazione, enti creditizi, imprese di investimento che forniscono consulenze in materia di investimento e/o assicurazioni.

Il regolamento distingue le principali tematiche di disclosure che saranno illustrate nel dettaglio.

In primo luogo, si impone ai soggetti destinatari la pubblicazione scritta e la trasparenza in merito all’integrazione dei rischi di sostenibilità. Il rischio di sostenibilità è definito come “un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell’investimento”.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Art. 1 del Regolamento (UE) 2019/2088

<sup>57</sup> Art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088



Con il fine di migliorare la trasparenza informativa, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari sono tenuti a pubblicare nei propri siti web le politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi decisionali in materia di investimenti o consulenza assicurativa.

I soggetti destinatari sono inoltre tenuti ad includere nei siti web come le politiche di remunerazione siano coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità.

Nell'informativa precontrattuale invece, devono essere indicate non solo informazioni sull'integrazione dei rischi non finanziari, ma anche i risultati dei possibili impatti negativi sul rendimento dei prodotti finanziari.

La seconda tipologia di disclosure si riferisce ai principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, definiti come “problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva.”<sup>58</sup>

Si suddividono gli effetti negativi a livello di soggetto e di prodotto finanziario.

Per quanto riguarda il livello di soggetto, i destinatari devono pubblicare nei siti web una dichiarazione riguardo i principali impatti negativi sui fattori di sostenibilità.

---

<sup>58</sup> Art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2088

A livello di prodotto finanziario, i soggetti destinatari devono inserire nell'informativa pre-contrattuale in che misura sono stati tenuti in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità.

La terza tipologia di disclosure è invece riferita alle specifiche dei prodotti finanziari. Nello specifico il regolamento distingue i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali dai prodotti finanziari che hanno l'obiettivo di produrre effetti positivi per l'ambiente e la società.

I soggetti destinatari devono includere informazioni aggiuntive all'interno dell'informativa precontrattuale riguardo i prodotti finanziari, rispettando obblighi specifici a seconda si tratti di prodotti che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o che abbiano l'obiettivo di investimenti sostenibili.

Infine, devono essere riportate alcune informazioni all'interno delle relazioni periodiche. Nello specifico devono essere indicate, a seconda della tipologia di prodotto, "la misura in cui le caratteristiche ambientali o sociali sono conseguite" o "l'impatto complessivo correlato alla sostenibilità del prodotto finanziario in relazione mediante indicatori di sostenibilità pertinenti."<sup>59</sup>

#### 4.4.3 Revisione della Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria

Nella Communication on the European Green Deal dell'11 dicembre 2019, la Commissione Europea ha formalizzato l'impegno verso la revisione della Direttiva

---

<sup>59</sup> Art. 11 del Regolamento (UE) 2019/2088

sull'informativa non finanziaria (NFRD) al fine di rafforzare le basi per lo sviluppo degli investimenti sostenibili.

La revisione della NFRD fa parte di un grande sforzo di migliorare la trasparenza informativa e promuovere la sostenibilità nel campo della finanza.

Nello specifico, il Green Deal evidenzia come le società siano troppo focalizzate sulla performance finanziaria di breve periodo. Per questo motivo si richiede un'azione mirata all'integrazione dei fattori di sostenibilità che sposti l'attenzione verso uno sviluppo sostenibile di lungo periodo.

Seguendo questi principi, il 20 Febbraio, la Commissione Europea ha presentato una consultazione pubblica per la revisione della NFRD con il fine di ottenere dei feedback in merito all'efficacia della Direttiva<sup>60</sup>.

L'esigenza di revisionare la Direttiva è stata sollevata da vari studiosi, che ne hanno evidenziato le principali criticità.

Lo studio di Aureli *et al.* (2019), gli autori sottolineano come la Direttiva non sia riuscita a raggiungere il principale obiettivo, quello di armonizzare le pratiche di divulgazione. In particolare, si sottolinea la mancanza di comparabilità delle informazioni non finanziarie. Il concetto di comparabilità rientra nelle tematiche discusse nella consultazione per la revisione della Direttiva.

---

<sup>60</sup> European Commission, "Summary Report of the Public Consultation on the Review of the Non-Financial Reporting Directive", 2020

I principali destinatari evidenziano delle carenze nella qualità delle informazioni divulgate. Come evidenziato dalla conclusione della consultazione, queste problematiche non riguardano solo la comparabilità, ma anche l'affidabilità e la rilevanza dei dati.

La consultazione si è focalizzata su diversi aspetti, al fine di poter sistemare le criticità attuali. In primo luogo, si è concentrata sulla modifica dell'attuale principio di materialità e la sua applicazione. Le *non binding guidelines* hanno introdotto il principio di doppia materialità, riguardo l'impatto sulla performance finanziaria di breve periodo e l'impatto sull'ambiente e sulla società nel lungo periodo.

Tuttavia, si richiedono ulteriori informazioni riguardo i test di rilevanza, un chiarimento da un punto di vista applicativo.

Altra tematica trattata riguarda la standardizzazione delle pratiche di comunicazione. In un recente paper, La Torre et al. (2019) rilevano come la mancanza di requisiti obbligatori per la standardizzazione dell'informativa non finanziaria insieme alla proliferazione di reporting standard, in competizione tra loro, abbiano danneggiato l'efficacia della Direttiva.

Al fine di creare un database centralizzato per la raccolta e la verifica delle informazioni non finanziarie, la consultazione ha discusso il tema della digitalizzazione. La maggioranza dei rispondenti alla consultazione pubblica ritiene

infatti che la digitalizzazione migliorerebbe la capacità di ricerca, di leggibilità e di comparabilità.

Come riportato da La Torre et al. (2019), la NFRD ha mancato di integrare le nuove tecnologie come forma di disclosure. La Direttiva è ad oggi ancorata alla forma statica e tradizionale del reporting, nonostante l'offerta di tecnologie avanzate e l'ampio utilizzo di Big Data.

Infine, si è diffusamente discussa l'opzione di allargare lo ambito di applicazione della NFRD.

Secondo quanto affermato da Fiandrino (2020), gli attuali requisiti di applicazione coprono solamente una parte delle più grandi società in Europa. In aggiunta, la Direttiva esclude la copertura delle piccole e medie società, che rappresentano una grossa percentuale di società europea. Per tali motivazioni, è stato richiesto di ampliare l'ambito applicativo, in modo da supportare la transizione verso un'economia sostenibile.

La revisione della Direttiva sull'informativa non finanziaria rappresenta quindi un grande step per superare tutte quelle debolezze che impediscono il raggiungimento di un buon livello di armonizzazione e trasparenza dell'informativa non finanziaria in Europa.

## **CAPITOLO 5: LA VALUE RELEVANCE DELLA DISCLOSURE E DELLA PERFORMANCE NON FINANZIARIA**

### **5.1 L'IMPATTO DELLA PERFORMANCE E DELL'INFORMATIVAESG SUL VALORE AZIENDALE**

#### 5.1.1 L'impatto della performance di sostenibilità sulle variabili aziendali

La performance sostenibile è stata ampiamente discussa nella letteratura nel tentativo di comprendere la sua correlazione con il rendimento finanziario<sup>61</sup>.

Tuttavia, i risultati presentano delle evidenze contrastanti dovute principalmente all'implementazione di diverse metodologie di misurazione e dalla mancanza di comparabilità dei dati.

Si evidenziano due diverse scuole di pensiero riguardo l'impatto dei fattori ESG nel valore aziendale. Un primo blocco di letteratura suggerisce una correlazione positiva affermando che le competenze manageriali delle aziende con buone performance ESG siano trasferibili nelle attività del mercato societario (Li, Gong and Zhang 2018).

---

<sup>61</sup> Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L., "The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power", *The British Accounting Review*, Vol.50 N.1, pag.60-75. (2018).

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R., "Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea", *Sustainability*, Vol.10 N.10(2018).

Rossi, F., & Harjoto, M. A. "Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies", *Review of Managerial Science* Vol.14 N.5, pag.1149-1181 (2020).

Secondo questa dottrina, le società che implementano delle strategie di sostenibilità sarebbero in grado di ottenere dei vantaggi competitivi rispetto alle concorrenti a basso livello di sostenibilità. Gli stakeholder premiano l'ottima gestione delle risorse non finanziarie attraverso migliori investimenti, consumi e maggiore produttività (Li, Gong and Zhang 2018).

Secondo la *stakeholder theory* (Freeman, 1983), una migliore performance ESG sarebbe in grado di migliorare il rendimento finanziario di lungo periodo grazie a un maggiore grado di fiducia con le parti interessate (Brooks & Oikonomou, 2018). Alcuni studi si sono basati sulla teoria "*value enhancing*". Secondo tale teoria, le pratiche ESG avrebbero un duplice effetto sul valore aziendale, in quanto in primo luogo migliorano il vantaggio competitivo e secondariamente innalzano il valore aziendale.

In un recente studio, Malik (2015) ha fornito una revisione e una sintesi della letteratura contemporanea in materia, focalizzandosi sul ruolo della performance ESG nell'ottimizzare il valore aziendale. Si evidenzia la capacità di accrescere il valore aziendale promuovendo la produttività dei dipendenti, garantendo migliori performance operative, espandendo il mercato dei prodotti, migliorando i benefici del mercato dei capitali, costruendo una solida reputazione aziendale e rafforzando le relazioni con la società, le autorità di regolamentazione e gli altri soggetti interessati.

Rossi & Harrjoto (2020) hanno esaminato e sintetizzato i principali studi pertinenti alla relazione tra performance finanziaria, grado di sostenibilità e il livello di rischio aziendale. Tra i vari studi citati da tale articolo, si evidenzia il lavoro Clark et al. (2015), il quale ha analizzato diversi indicatori di performance finanziaria come il rendimento azionario, il rischio sistematico, il rendimento operativo, il fattore reputazionale ed il costo del capitale. Questi autori sostengono le prestazioni ESG abbiano la facoltà di incidere in questa lista di indicatori, finanziari e non finanziari, e rileva l'interesse dei manager aziendali di integrare le performance di sostenibilità nelle loro decisioni strategiche aziendali al fine di ottenere migliori risultati di lungo periodo.

Anche le conclusioni dello studio condotto da Fatemi et al. (2018) dimostrano come l'effetto delle attività ESG sia un miglioramento generalizzato del valore aziendale. Una seconda scuola di pensiero, al contrario, ha rilevato una relazione opposta tra la performance sostenibile ed il risultato finanziario. Il primo studio presente nella letteratura che mostra tali evidenze è quello di Friedman (1970), il quale sostiene che le pratiche ESG comportano dei costi di attuazione che tendono a eccedere i benefici ottenibili, causando un'allocazione errata delle risorse aziendali.

Un altro approccio si basa sulla *agency cost theory*, secondo cui vi sarebbe un forte incentivo dei manager ad implementare delle strategie ESG al solo scopo di soddisfare i propri bisogni, trascurando gli interessi degli *stakeholder*. Secondo questa logica, i manager fallirebbero nell'allocazione efficiente del capitale,



comportando una riduzione del risultato finanziario. Inoltre, si sottolinea la difficoltà per gli *stakeholder* di monitorare tali comportamenti scorretti (Li, Gong and Zhang 2018).

Nonostante la maggioranza degli studi suggeriscano una correlazione positiva, si richiedono ulteriori ricerche in materia al fine di comprendere meglio i meccanismi che impattano sul valore di mercato e sulla performance sostenibile. Inoltre, per una ulteriore comprensione, si richiedono ulteriori sforzi per meglio comprendere l'impatto che agenzie di rating esterno, mediante una valutazione numerica delle performance ESG, possano avere sulla performance finanziaria.

#### 5.1.2 L'impatto della disclosure di sostenibilità sulle variabili aziendali

Nella letteratura si evidenzia un limitato numero di studi che si sono soffermati ad analizzare la “*value relevance*” delle informazioni contenute all'interno dei report di sostenibilità<sup>62</sup>.

---

<sup>62</sup> Si veda diffusamente:

Aureli, S., Gigli, S., Medei, R., & Supino, E., “The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* Vol.27 N.1, pag.43-52 (2020).

Op. cit. Yu,E., Guo,C.& Luu,B.(2018).

Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M., “ESG disclosure and firm performance before and after IR”, *International Journal of Accounting & Information Management* (2020).

Brooks, C., & Oikonomou, I., “The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance”, *The British Accounting Review* Vol.50 N.1, pag.1-15 (2018).

L'impatto della disclosure ESG su variabili finanziarie è relativamente nuovo e si riscontrano dei risultati discordanti. Nel dettaglio, si evidenziano due prospettive opposte nel rapporto tra la disclosure non finanziaria ed il valore di mercato.

Per poter meglio comprendere quale sia il pensiero rilevante nella letteratura è essenziale iniziare con una revisione dei principali studi in materia.

Eccles et al. (2014) afferma che le società con un elevato livello di sostenibilità, orientate alla performance finanziaria di lungo periodo, si caratterizzano per una considerevole misurazione ESG e per elevate pratiche di informativa non finanziaria.

Alcune ricerche, tuttavia, non sono riuscite a trovare una relazione significativa tra queste variabili. Ad esempio Qiu et al. (2016) non hanno riscontrato un legame rilevante tra l'informativa relativa ai fattori ambientale e la redditività aziendale. Per quanto riguarda le divulgazioni sociali invece, la relazione con il valore di mercato risulta positiva.

Al contrario, altre ricerche mostrano come un aumento della disclosure non finanziaria sia connessa con un aumento generale dei costi, il che ne determina una riduzione delle performance e genera uno svantaggio economico (Yoon et al., 2018).

Alcuni studi mostrano una distruzione di valore in quanto una maggiore trasparenza sarebbe associata ad un indebolimento della governance aziendale e ad un aumento del costo del capitale<sup>63</sup>.

Nonostante non vi siano risultati univoci, si riscontra che la maggioranza delle evidenze più recenti in materia forniscono supporto riguardo la “*value enhancing theory*”, secondo cui le attività e l’informativa non finanziaria giocano un importante ruolo nel migliorare il valore aziendale (Malik 2015).

Questa teoria afferma che i benefici derivanti da una maggiore trasparenza in ambito sostenibile, comprendono il miglioramento della performance finanziaria così come dell’efficienza operativa, della produttività delle risorse umane e la riduzione del costo di capitale.

Li et al., (2018) hanno esaminato un campione di società pubbliche del Regno Unito utilizzando i dati del database Bloomberg, per comprendere l’impatto di una maggiore divulgazione sul valore aziendale. La relazione risulta essere positiva ed inoltre si rileva che un maggiore potere al CEO insieme ad un aumento della trasparenza in ambito ESG, siano positivamente correlati al valore aziendale.

---

<sup>63</sup> Si veda diffusamente:

Barnea, A., & Rubin, A. “Corporate social responsibility as a conflict between shareholders”, *Journal of business ethics*, Vol.97 N.1, pag.71-86(2010).

Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. “Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence”, *Journal of Accounting and Public policy*, Vol.34 N.4, pag.336-361 (2015).

Per quanto riguarda il valore finanziario, sono stati valutati singolarmente gli impatti sul *return on asset* (ROA) e sulla Q di Tobin, quest'ultima rappresentata dal rapporto fra il valore di mercato di azioni e obbligazioni, con il valore di rimpiazzo degli attivi di bilancio delle società.

Altri studi invece hanno utilizzato la *stakeholder theory* per comprendere i benefici legati ad una maggiore trasparenza informativa. Secondo questa teoria, la disclosure non finanziaria è uno strumento efficace per poter ridurre gli eventuali conflitti con gli stakeholder e migliorare le percezioni esterne in merito agli impatti del proprio operato sulla società e sui fattori ambientali (Freeman, 1984; Aboud, A., & Diab, A., 2018).

Si evidenzia l'importanza dell'informativa nel contribuire a costruire e mantenere un certo livello di fiducia con vari portatori d'interesse che sono essenziali per la sopravvivenza delle società nel lungo termine e per le performance finanziarie (Brooks, C., & Oikonomou, 2017; Jones, 1995).

Tantalo e Priem (2016) ritengono che gli *stakeholder* considerino l'informativa non finanziaria una possibile fonte di creazione di valore. Uno strumento necessario per migliorare il risultato finanziario è dunque la gestione delle relazioni con gli stakeholder. Le imprese possono migliorare la propria performance finanziaria attraverso benefici indiretti, intrattenendo buone relazioni con gli stakeholder (Albitar et al., 2020).

Si rileva come una buona parte degli studi sulla “value relevance” si siano focalizzati sull’informativa relativa ai fattori ambientali<sup>64</sup>.

Hassan (2018) ha analizzato l’influenza dell’informativa ambientale sul valore di mercato delle società e il modo in cui la visibilità organizzativa fornisca una mediazione a tale relazione. Il campione utilizzato comprende le società dello S&P Global 1200 quotate dal 2010 al 2015. I risultati mostrano la presenza di una relazione significativa tra disclosure e performance finanziaria la quale è mediata dall’ *analyst coverage*.

Gerged *et al.* (2020) hanno esaminato la relazione tra la corporate *environmental disclosure* (CED) e il valore aziendale nei paesi del Consiglio di cooperazione del Golfo nei quali si è osservata una crescita esponenziale della CED.

Lo studio di Setiadi, & Suhardjanto (2017) è stato finalizzato ad esaminare l’influenza della disclosure ambientale e del consiglio di amministrazione indipendente sul valore aziendale. I risultati confermano l’argomentazione secondo cui l’informativa su ambiti ambientali sia un mezzo efficace per instaurare un rapporto di fiducia con gli stakeholder. Un maggior livello di fiducia si riflette a sua volta in un incremento del valore aziendale. Inoltre, un consiglio di amministrazione indipendente svolge un ruolo attivo nella supervisione delle

---

<sup>64</sup> Si veda diffusamente:  
Op. cit. Veltri (2020)

società, garantendo di soddisfare tutte le esigenze degli *stakeholder*, tra cui la necessità di disponibilità di informazioni di qualità.

Tuttavia, l'impatto sul valore aziendale differisce in base alle caratteristiche aziendali e dal settore in cui operano. Ad esempio, le società che operano in settori "environmentally sensitive", devono soddisfare dei requisiti di sostenibilità più stringenti. Questi requisiti comportano una migliore performance sostenibile che è ampiamente riconosciuta e apprezzata dagli stakeholder rispetto alle aziende presenti in altri settori, in cui questi requisiti tendono ad essere insignificanti (Yoon et al., 2018).

Questa logica è confermata dallo studio di Qureshi et al. (2020) ad esempio, in cui si dimostra che le società che operano in settori sensibili alle problematiche ambientali tendono ad avere benefici maggiori in termini di prestazioni ESG.

In aggiunta, alcuni studi hanno preso in considerazione ulteriori variabili aziendali quali ad esempio concentrazione della proprietà, la diversità di genere e le dimensioni del consiglio di amministrazione. Albitar et al. (2020) ad esempio ha investigato sui possibili effetti dei meccanismi di corporate governance nella relazione disclosure-valore aziendale.

I risultati dimostrano come la concentrazione della proprietà, la diversità di genere e le dimensioni del consiglio di amministrazione influiscano nella creazione di valore. In questa logica, la presenza di un numero maggiore di donne all'interno del consiglio di amministrazione permette di aumentare il livello di disclosure in quanto

si introducono nuove prospettive, idee innovative e maggiori conoscenze del business utili per il processo decisionale, migliorando così la valutazione finanziaria della società.

Questi risultati sono confermati anche dallo studio svolto da *Qureshi et al. (2020)* sui dati raccolti da 812 società in 22 paesi europei. In primo luogo, i risultati supportano la *stakeholder theory*, secondo cui la disclosure ESG è un mezzo efficace per promuovere la reputazione aziendale in quanto serve a gestire i rapporti di fiducia con gli stakeholder e garantire il successo di lungo periodo. Inoltre, si riscontra che le società con diversità di genere dei consigli di amministrazione sono correlate con un livello *disclosure esg* significativamente più elevato rispetto alle concorrenti senza una presenza femminile nel loro consiglio di amministrazione, generando maggiori benefici.

Molti studi si sono focalizzati in un singolo paese. *Berthelot et al. 2012* ad esempio ha studiato la *value relevance* dei *sustainability report* pubblicati da un campione di società canadesi, quotate nel Toronto Stock Exchange. Lo studio conferma il valore positivo derivante dalla pubblicazione dei report di sostenibilità.

Diversi autori si sono soffermati nell'analizzare i paesi sviluppati, tralasciando le dinamiche presenti nei paesi emergenti. La principale motivazione deriva dal fatto che nei paesi in via di sviluppo sono presenti un minor numero di istituzioni volte a favorire l'allocazione delle risorse nelle attività socialmente responsabili.

Le società presenti in questi paesi tendono a focalizzarsi sui profitti e sull'efficienza operativa, trascurando l'integrazione di fattori etici nelle proprie strategie aziendali (Yoon et al., 2018).

Il recente studio di Aboud & Diab (2018) ha investigato le conseguenze di essere nel *Egyptian Corporate Responsibility Index*. Tale indice comprende le migliori 30 società quotate nel mercato egiziano in termini di informativa dei fattori ESG.

I risultati dimostrano che essere quotati in un indice ESG migliora il valore aziendale in quanto è stata rilevata una correlazione tra la posizione nell'indice e il valore aziendale, misurato dalla *q* di Tobin.

Inoltre, si rileva come gli studi sulla value relevance dell'informativa sulla sostenibilità tendano a focalizzarsi sulle società ad alta capitalizzazione e utilizzino il GRI per misurare il livello di disclosure (De Klerk, De Villiers, Van Staden, 2015).

Le informazioni non finanziarie presentano oggi diverse criticità legate alla mancanza di standardizzazione, di comparabilità del contenuto dei report di sostenibilità, problemi legati alla credibilità ed affidabilità. Per tutta questa serie di motivi, risulta arduo il processo di studio delle reazioni di mercato a seguito di una maggior trasparenza non finanziaria.

Per analizzare l'impatto finanziario, nella letteratura sono state utilizzate diverse metodologie, tra le quali si evidenzia l'analisi di studio degli eventi e l'utilizzo del modello modificato di Ohlson.



L'event study analysis è una tecnica statistica utilizzata per comprendere l'effetto di un evento nel rendimento di una società, in un determinato periodo definito finestra degli eventi.

Questa metodologia viene implementata ad esempio da Aureli (2020), in cui si stimano i rendimenti anomali dalla differenza dei rendimenti effettivi ed aspettati, per poi aggregarli ed ottenere i rendimenti anomali cumulativi.

Mediante test dei rendimenti cumulativi anomali, lo studi mostra un significativo impatto della pubblicazione dei report di sostenibilità sui rendimenti finanziari in almeno una finestra di eventi.

I risultati derivanti dalla revisione dei più rilevanti studi in materia mostrano come la trasparenza non finanziaria sia rilevante in termini di risultati finanziari. Si incoraggiano nuove ricerche volte a comprendere come la spinta esterna verso una maggiore regolamentazione possa incidere sulla qualità dei report ESG ed impattare nel valore delle società stesse.

## **5.2 LA DISCLOSURE ESG E IL COSTO DEL CAPITALE**

Negli ultimi anni si è osservato un crescente interesse nel ruolo della sustainability *disclosure* nel generare valore per poter comprendere il modo in cui incide nel

rischio finanziario delle società che producono tali report<sup>65</sup>. Per poter comprendere quale sia la relazione tra l'informativa non finanziaria e il costo del capitale sono state utilizzate numerose teorie.

La *voluntary disclosure theory* sostiene che un maggiore livello di informativa permetta di ridurre il costo del capitale attraverso due meccanismi principali. In primo luogo, la pubblicazione dei report di sostenibilità comporta una riduzione della rischiosità totale stimata dagli investitori o del minor grado di incertezza riguardo la distribuzione dei dividendi.

In secondo luogo, il meccanismo indiretto implica una riduzione dei costi di transazione legati alle asimmetrie informative tra gestori interni e investitori esterni a causa di una maggiore trasparenza intorno all'impatto sociale e ambientale delle imprese o derivanti dall'illiquidità di mercato (J. L. Weber 2018).

---

<sup>65</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Weber, J. L., "Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital", *Journal of Financial Reporting and Accounting* (2018).

Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M., "Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information?", *Business Ethics: A European Review* Vol.26 N.3, pag.223-239 (2017).

Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A., "The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status", *Business Strategy and the Environment* (2020).

Le società con maggiori livelli di informativa ESG sono più trasparenti e le informazioni riguardo i risultati finanziari risultano più affidabili, portando ad una riduzione del costo del capitale (Dhaliwal et al., 2011).

Un'altra serie di studi ha implementato l'*agency theory* per spiegare il legame tra la disclosure non finanziaria e il costo del capitale. L'*agency theory* fornisce gli strumenti per spiegare la relazione tra la trasparenza informativa e la capacità degli stakeholder di poter valutare il comportamento del management.

Secondo quanto riportato da Gjergji et al. (2020) la disclosure non finanziaria oltre a ridurre le asimmetrie informative tra investitori e management, permette di limitare eventuali comportamenti scorretti e ridurre il costo totale per il monitoraggio dei manager aziendali.

Queste evidenze sono confermate anche dallo studio di Cheng et al. (2014) secondo cui un miglioramento del costo del capitale è attribuito alla riduzione dei costi di agente, mediante un miglioramento del coinvolgimento degli stakeholder e della riduzione dell'asimmetria informativa legata all'aumento della trasparenza informativa.

Un'altra teoria molto utilizzata negli studi sul costo del capitale è la *stakeholder theory*<sup>66</sup>. L'informativa ESG è uno strumento efficace per poter ridurre le

---

<sup>66</sup> Si veda diffusamente:

La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. "The impact of corporate social performance

conflittualità con i propri stakeholder e migliorare così le percezioni riguardo le attività ambientali e sociali. Le società forniscono quindi una serie di informazioni, finanziarie e non finanziarie, in quanto devono soddisfare una certa responsabilità verso gli *stakeholders*. In cambio queste ottengono una serie di benefici come, ad esempio, il miglioramento della reputazione, la riduzione del costo del capitale, attirano un numero maggiore di investitori e migliorano le relazioni con gli stakeholders (Deegan, 2009; Susith & Stewart, 2014).

Seguendo questa logica, un miglioramento delle risorse immateriali, come il livello di fiducia degli *stakeholder*, i legami sociali e la reputazione aziendale, incrementa la competitività e le prestazioni finanziarie, facilitando in tal modo il finanziamento esterno (Gjergji et al.,2020).

Le principali evidenze empiriche mostrano dunque i benefici legati ad un maggior livello di informativa sostenibile. I benefici sono connessi ad una riduzione del costo del capitale nonché da una riduzione del livello di rischio sistematico e di un'eccessiva assunzione dei rischi (Rossi, Harijoto; 2020).

---

on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms”, European Management Journal, Vol.36 N.4, pag.519-529 (2018).

Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. “Corporate social responsibility and access to finance.” Strategic management journal, Vol.35N.1, pag.1-23 (2014).

La logica secondo cui una maggiore propensione verso la sostenibilità permetta di migliorare il valore aziendale, riducendo il profilo di rischio è stata presentata in un recente report di Giese, Lee, Melas, Nagy e Nishikawa (2019).

Le società con maggiori livelli di performance e *disclosure* in ambito sostenibile sarebbero meno vulnerabili all'emergere di shock sistemici provenienti dal mercato, riducendo così il rischio sistemico di tali società.

Implementando la riduzione del rischio sistemico all'interno del Capital Asset Pricing Model (CAPM) è possibile osservare due importanti cambiamenti.

In primo luogo, si ha una riduzione del coefficiente beta, il quale misura il livello di rischio sistemico delle società.

In secondo luogo, un minor valore del coefficiente beta impatta nell'equity risk premium, riducendo la parte di rischio che deriva dai rendimenti aggiuntivi al tasso di rendimento risk-free.

Secondo questa logica, gli investitori richiederanno un tasso di rendimento inferiore, traducendosi in un minor costo di capitale per le società.

Infine, il minor costo di capitale va ad impattare direttamente sul valore aziendale. Applicando infatti il modello "*discounted cash flow*", una riduzione del costo del capitale, e quindi un minor tasso di sconto aumenta il valore della società basato sui flussi di cassa futuri.

Harjoto and Laksmana (2018) utilizzando cinque diverse misurazioni di rischio aziendale ed un campione di società quotate nel mercato degli Stati Uniti, hanno

analizzato il meccanismo mediante il quale una maggiore propensione verso le attività sostenibili possano migliorare il valore aziendale. I risultati dimostrano come la performance ESG sia positivamente associata al valore aziendale in quanto permette ridurre l'eccessiva assunzione di rischi.

Analizzando il contesto americano, i primi studi in materia hanno confermato la relazione negativa tra la disclosure ESG e il costo del capitale, focalizzandosi sul costo del capitale proprio. In particolare, i risultati suggeriscono che gli investimenti per migliorare le relazioni con i dipendenti responsabili, le politiche ambientali e le strategie di prodotto contribuiscono sostanzialmente a ridurre il costo del capitale proprio aziendale. I risultati mostrano inoltre che far parte di settori considerati a basso livello di sostenibilità comporta un aumento del costo del capitale proprio.

Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2019) hanno investigato l'impatto delle attività ESG sul costo del debito, utilizzando un contesto internazionale formato da 15 paesi diversi.

I risultati suggeriscono che le società ottengono benefici dall'aumento del livello di performance e di informativa non finanziaria, in quanto riducono il costo del debito. Tuttavia, si evidenzia che non solo l'informativa ESG ha un impatto uguale sul costo del debito, ma agisce come perfetto sostituto delle performance ESG, creando così l'incentivo alla formazione di possibili comportamenti simbolici.

Inoltre, questo studio riferisce come l'impatto delle prestazioni ESG e l'informativa sul costo del debito sia più rilevante nei paesi "stakeholder-oriented".

I paesi differiscono nel livello di orientamento verso gli stakeholder, definito come la misura in cui il management tiene in considerazione gli interessi dei clienti, fornitori e dipendenti. L'impatto delle caratteristiche dei Paesi nella relazione informativa-costo del capitale è stato confermato anche dallo studio di Dhaliwal, Li, Tsang, Yang (2014).

Utilizzando un campione di società quotate in 31 paesi diversi, gli autori affermano che l'informativa sulle questioni ESG sia negativamente associata al costo del capitale proprio e che tale relazione sia forte nei paesi *stakeholder oriented*.

Inoltre, questi risultati sono più evidenti nei paesi o nelle imprese con livelli più elevati di opacità finanziaria. Dato che l'opacità finanziaria aumenta il costo del capitale proprio, i risultati affermano una potenziale relazione sostitutiva tra le informazioni finanziarie e non finanziarie.

È importante enfatizzare che il costo del capitale composto da una quota variabile sia del costo del debito che del costo del capitale proprio, scelta in base alle caratteristiche aziendali.

La Rosa, Liberatore, Mazzi, Terzani (2018) hanno analizzato il modo in cui l'informativa non finanziaria impatti sul costo del debito e l'accesso a tale tipologia di finanziamento. Utilizzando un campione di società europee i risultati mostrano come un maggior livello di trasparenza informativa legata alle tematiche ESG sia connessa con una riduzione del tasso di interesse sul debito in essere. Si evidenzia inoltre una correlazione positiva tra il livello di disclosure e il rating del debito.

Lo studio di Ould Daoud Ellili (2020) si è soffermato ad analizzare le singole componenti del costo del capitale. Le evidenze empiriche dimostrano come l'informativa non finanziaria riduca il costo totale del capitale così come riduca le singole componenti del costo di capitale proprio e di debito analizzate separatamente.

L'insieme degli studi presentati mostra la presenza di un forte interesse da parte degli investitori riguardo le informazioni legate all'ambiente, alla società e alla governance. Si ritiene dunque che una migliore trasparenza in ambito ambientale porti consistenti benefici in termini di diminuzione dell'asimmetria informativa tra le parti così come un aumento di valore aziendale legato ad un minor costo di capitale.

### **5.3 GREENWASHING, EXTERNAL AUDITOR ED IL COSTO DEL CAPITALE**

#### **5.3.1 Greenwashing e il costo del capitale**

Il greenwashing è stato ampiamente studiato da molti studi accademici, ricevendo particolari attenzioni in merito a quali siano i fattori che spingono le società, con scarsi livelli di sostenibilità ad attuare comportamenti fuorvianti.



Tuttavia, pochi studi sono stati pubblicati in merito al possibile impatto che il greenwashing può causare alla performance aziendale ed al valore di mercato<sup>67</sup>.

La *legitimacy theory* è stata ampiamente utilizzata per spiegare il comportamento di greenwashing.

Divulgare false informazioni riguardo la performance sostenibile, è una strategia di legittimazione in cui le aziende redigono volontariamente ESG report per promuovere una falsa immagine di valori sociali e ambientali.

Lindblom (1994) afferma che per ottenere la legittimazione, le società manipolano le percezioni degli stakeholder attraverso strategie legittimanti, che possono includere ad esempio divulgazioni mirate (Deegan, 2002).

In questo contesto, la *legitimacy theory* prevede che le società con scarse performance in termini di sostenibilità, la quale legittimità sociale è messa in discussione, possono produrre un elevato livello informativo.

Un incremento della trasparenza informativa sarebbe connesso alla volontà di informare gli utenti finali riguardo miglioramenti riguardo i processi aziendali oppure dovuto all'implementazione di strategie di greenwashing (Weber, 2018).

---

<sup>67</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Op. cit. Weber, J. L. (2018).

Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A., "ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries", *Critical Perspectives on Accounting* (2019).

Du, X., "How the market values greenwashing? Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, Vol.128N.3, pag.547-574 (2015).

Mediante una revisione della letteratura del *greenwashing*, Jeriji e Louhichi (2020) concludono che le società con scarsi livelli di performance ESG sono propense a fornire informazioni di bassa qualità, scarsamente rilevanti ai fini decisionali. In questo senso, i risultati evidenziano l'utilizzo del reporting ESG come strumento di pura legittimazione.

In sostanza, le imprese possono adottare due approcci distintivi. In primo luogo, l'approccio sostanziale consiste nell'ottenere un certo grado di legittimazione mediante una strategia volta ad informare gli investitori degli effettivi cambiamenti del business model verso un miglioramento della sostenibilità aziendale.

Contrariamente, l'approccio simbolico mira esclusivamente ad influenzare le percezioni esterne in merito alle performance ESG. Mediante questo approccio, le società con scarsi livelli ESG mirano ad ottenere i benefici legati ad un miglioramento delle performance sostenibili, tra i quali si evidenzia una maggiore performance finanziaria e un minor costo del capitale Eliwa, Aboud, e Saleh (2019). La relazione tra il *greenwashing* e il costo totale del capitale è influenzata dal grado di verificabilità delle informazioni non finanziarie. Nel caso in cui le informazioni ESG non siano state verificate esternamente e gli investitori non riescano a distinguere le società che implementano strategie di *greenwashing*, le società con scarse prestazioni ESG riuscirebbero ad ottenere un minor costo del capitale mediante una maggiore disclosure non finanziaria.

I risultati di Eliwa, Aboud, e Saleh (2019) supportano questa conclusione. L'informativa esg impatta sul costo del debito e funziona come perfetto sostituto della performance esg. Secondo questi autori, le forze di mercato non riuscirebbero a distinguere tra prestazioni ed informativa esg, fornendo degli incentivi a comportamenti di greenwashing.

Al contrario, se le forze di mercato osservano un certo livello di incoerenza tra la disclosure esg e la relativa performance sostenibile, queste società sono soggette a delle sanzioni reputazionali che si traducono in un maggior costo del capitale (Weber, 2018).

In un recente studio sulle conseguenze del greenwashing, Iannou et al. (2018) affermano che quando i clienti percepiscono delle difformità tra l'impegno e l'informativa verso iniziative legate alla sostenibilità e l'attuazione effettiva di tali iniziative, emettono dei giudizi negativi su tali imprese. Gli stakeholder hanno la facoltà di incolpare le società di ipocrisia, creando dei danni reputazionali.

La relazione positiva tra il greenwashing ed il costo del capitale è confermata anche dallo studio di Du (2015). L'autore ha analizzato l'impatto del greenwashing nel valore di mercato utilizzando un campione di società cinesi. I risultati mostrano come le società cinesi, che implementano strategie di greenwashing, siano soggette ad un ritorno anomalo cumulativo (CAR) negativo.

Gao et al. (2016) ha analizzato le conseguenze economiche legate al miglioramento della qualità della disclosure. In primo luogo, affermano che la qualità

dell'informativa non finanziaria sia associata alla performance ESG e ad altre variabili quali le esigenze di finanziamento e la corporate governance.

Inoltre, affermano che i possibili benefici economici, tra i quali la riduzione dei costi di finanziamento si applicano esclusivamente alle società con elevate performance esg. In questa logica, le forze di mercato premiano esclusivamente le imprese socialmente responsabili che hanno dunque una correlazione positiva tra disclosure e performance sostenibile.

Un'altra evidenza che conferma gli effetti negativi del greenwashing proviene dallo studio di Weber (2018), nel quale è stata analizzata la relazione tra il livello di disclosure, misurato mediante il GRI *reporting framework* ed il costo del capitale.

Le società che sono sospettate adoperare strategie di greenwashing, sono sanzionate da parte degli investitori e devono sostenere un costo di capitale maggiore rispetto alle concorrenti con ottime performance di sostenibilità.

Il greenwashing porterebbe dunque ad una diminuzione del valore aziendale. Questo risultato può essere interpretato come un'indicazione della capacità degli investitori di penalizzare le imprese che non sono in grado di rispettare i loro impegni in materia di sostenibilità (Ghitti, Gianfrate & Palma; 2020).

### 5.3.2 External Auditor e il costo del capitale

Negli ultimi decenni vi è stato un forte interesse accademico in merito alla relazione tra la performance esg e la corporate financial performance. Nonostante le evidenze

empiriche non producano dei risultati univoci, basandosi sulle esistenti teorie è ipotizzabile assumere che una migliore performance legata a fattori non finanziari conduca a un migliore risultato finanziario.

Per quanto riguarda l'influenza dell'assurance esterna e i possibili benefici finanziari che ne conseguono, ci sono limitate evidenze empiriche<sup>68</sup>.

Inoltre, si rilevano delle profonde criticità nell'attuale stato di reporting non finanziario in quanto si ritiene che le informazioni presenti in questi report non abbiano raggiunto un efficiente livello di comparabilità, consistenza e credibilità.

L'assurance rappresenta uno strumento efficace per migliorare la credibilità dei sustainability report e allo stesso tempo per ridurre l'asimmetria informativa tra società e investitori.

Il “*credibility gap*” conduce alla formazione di pressioni da parte di soggetti istituzionali e investitori, alimentando la domanda dei servizi di revisione.

---

<sup>68</sup> Si veda diffusamente:

Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M., “Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information?”, *Business Ethics: A European Review*, Vol.26 N.3, pag.223-239 (2017).

Casey, R. J., & Grenier, J. H., “Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol.34 N.1, pag.97-130 (2015).

García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E.,” Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.26 N.4, pag.832-848 (2019).

Op. cit. Weber, J. L. (2018).

Evidenze empiriche affermano dunque che le informazioni diventino più credibili se sottoposte ad un esame da parte di soggetti esterni all'azienda (Sonnerfeldt, Aggestam and Pontoppidan 2020).

Nonostante i servizi di assurance non siano obbligatori nella maggioranza delle giurisdizioni mondiali, gli utilizzatori finali considerano i report esg più affidabili se sottoposti ad assurance (Casey, Grenier; 2015).

Pflugrath, Roebuck, Simnett (2011) affermano che una maggiore trasparenza e qualità informativa insieme alla revisione esterna rafforzano la credibilità e migliorano la fiducia e la percezione degli utenti finali (García-Sánchez et al., 2019).

Inoltre, si ritiene che l'assurance permetta di ridurre l'asimmetria informativa e l'incertezza tra le controparti e fornisca un efficiente strumento di controllo del comportamento del management, riducendo così i costi di agenzia.

Utilizzando i suddetti benefici offerti dall'assurance, alcuni studiosi hanno analizzato l'impatto dell'assurance esterno sul costo del capitale.

In un recente articolo, Martínez-Ferrero e García-Sánchez (2017) affermano che le società sottoposte ad assurance ottengono un minor costo del capitale in quanto l'assurance impatta ex-ante, riducendo l'incertezza delle informazioni ed ex post, mediante il controllo e la supervisione del management.

L'assurance dei report di sostenibilità amplifica la riduzione del costo del capitale in quanto genera un impatto positivo sulla credibilità delle informazioni contenute in tali report e migliora le percezioni degli utenti finali.

Questo maggiore grado di fiducia aiuta investitori e creditori a comprendere la rischiosità delle società, permettendo di ridurre il costo totale del capitale (García-Sánchez et al., 2019).

Casey e Grenier (2015) hanno analizzato l'assurance volontaria dei report esg negli Stati Uniti. Le evidenze mostrano che l'assurance è associata ad un minor costo del capitale proprio in quanto riduce l'asimmetria informativa tra le controparti e comporta minori dispersioni e probabilità di errori delle previsioni degli analisti.

Questa relazione è confermata anche dallo studio di Weber (2018), in cui evidenzia che le società con scarse performance esg ottengono maggiori benefici derivanti dall'assurance esterna. I risultati mostrano dunque che le società con bassi livelli di sostenibilità sono più propense ad ottenere assurance esterno e ricevono superiori benefici in termini di costo del capitale.

Ulteriori evidenze di questo studio mostrano come le società con scarse performance esg tendano ad avere alti livelli di trasparenza informativa al fine di informare gli utenti esterni dei possibili cambiamenti in corso. L'assurance esterna è uno strumento efficace per potersi distinguersi dalle società concorrenti che implementano strategie di greenwashing.

Secondo questa logica, le società, mediante l'assurance esterna, evitano le sanzioni reputazionali del greenwashing, ottenendo così una riduzione del costo del capitale.

### 5.3.3 External assurance e performance finanziaria

Un altro ramo della letteratura ha invece analizzato l'impatto dell'assurance nella relazione tra il livello di disclosure e la performance finanziaria<sup>69</sup>.

Nonostante l'assurance comporti la riduzione dell'asimmetria informativa e un miglioramento della credibilità delle informazioni, le società devono sostenere dei costi aggiuntivi, oltre alle commissioni di revisione, che potrebbero intaccare il valore aziendale.

Si ritiene tuttavia che i costi sostenuti siano inferiori ai possibili benefici ottenibili per effetto di una segnalazione positiva al mercato (Akisik & Gal ,2019).

Le società che implementano servizi di assurance esterni possono dunque beneficiare di una migliore performance finanziaria.

Un recente studio di Kim, Cho e Park (2019) ha analizzato la relazione tra performance finanziaria, performance esg ed altre variabili d'interesse delle società

---

<sup>69</sup> Si rimanda alle fonti consultate:

Akisik, O., & Gal, G., "Integrated reports, external assurance and financial performance", Sustainability Accounting, Management and Policy Journal (2019).

Kim, J., Cho, K., & Park, C. K., "Does CSR Assurance Affect the Relationship between CSR Performance and Financial Performance?", Sustainability, Vol.11N.20, (2019).

Op.cit. Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017).



quotate nel mercato statunitense. I risultati mostrano come le imprese, i cui rendimenti esg sono garantiti da esperti esterni, registrino risultati finanziari molto più elevati rispetto alle imprese che non dispongono di tale servizio.

Tali evidenze sono confermate anche da Akisik and Graham Gal (2019), il quale ha analizzato il giudizio di due categorie di *stakeholder* in merito alle performance esg e ai servizi di assurance esterni.

I risultati di tale studio dimostrano che i clienti supportano le società sottoposte a revisione di parte e migliori controlli interni. Inoltre, si evidenzia che l'effetto dei dipendenti sui risultati finanziari è influenzato sia dalle dall'informativa esg sottoposta ad assurance da parte di terzi, sia dai controlli interni nelle imprese ad alte e basse prestazioni esg.

Si evidenzia che gli effetti positivi dei servizi di assurance sulla performance finanziaria dipendono dalla qualità e dalla tipologia di assurance provider.

In primo luogo, si evidenziano delle differenze in merito agli assurance standard utilizzati. Le *accountant providers*, rappresentate dalle “*Big four*” *accounting firm*, tendono ad utilizzare L'AA100AS framework, mentre le non-accountant provider sono più propense ad utilizzare gli standard ISAE3000 (Mori, Best, & Cotter, 2014).

Le differenze presenti tra accountant e non-accountant non si limitano al tipo di standard utilizzato, e comportano la variabilità del contenuto degli assurance statement (Mori, Best, & Cotter, 2014).

García-Sánchez et al. (2019) afferma che l'eterogeneità nelle procedure di assurance e la mancanza di standard generalmente accettati indicano che vi può essere una variazione sostanziale negli elementi principali compresi gli obiettivi, le procedure, la portata e il contenuto della relazione di affidabilità.

Martínez-Ferrero e García-Sánchez evidenziano le principali distinzioni tra assurance provider. Nel dettaglio, le *accountant firm*, forniscono una maggiore qualità di assicurazione per gli aspetti relativi al formato e alle procedure di rendicontazione utilizzati, sono soggette a requisiti di condotta indipendente e professionale e sono percepite come più affidabili.

Le società di consulenza *non accountancy* hanno maggiore esperienza riguardo specifiche questioni di sostenibilità. Una differenza fondamentale rispetto alle aziende di contabilità, essi includono raccomandazioni e commenti su processi e sistemi. Tuttavia, non sono indipendenti e nonostante abbiano maggiore esperienza in ambiti sostenibili, vengono tendenzialmente percepiti meno affidabili rispetto alle società contabili.

Tenendo in considerazione queste differenze, lo studio di Akisik e Gal (2019) ha esaminato il l'effetto degli integrated report e dell'*external assurance* sui risultati finanziari delle aziende nordamericane per il periodo 2011-2016. I risultati mostrano una significativa e positiva associazione tra gli integrated e risultati finanziari, conferma dei benefici derivanti da un maggiore livello di trasparenza

esg. Inoltre, questa relazione è rafforzata quando i servizi di assurance dell'integrated report sono fornite dalle società contabili (Big Four).

## CONCLUSIONI

Questo studio ha cercato di comprendere quale sia il rapporto tra la disclosure della sostenibilità e le performance finanziarie delle società.

In primo luogo, i principali benefici legati ad una maggiore trasparenza su tematiche esg comprendono il miglioramento della performance finanziaria così come dell'efficienza operativa, della produttività delle risorse umane e la riduzione del costo del capitale.

Tali evidenze sono state ottenute tenendo in considerazione le principali teorie che spiegano le motivazioni, le ragioni e i fattori determinanti della divulgazione delle informazioni.

I risultati ottenuti sono consistenti con l'ipotesi secondo cui la disclosure ESG possa incrementare il valore delle società mediante un maggiore grado di fiducia con gli stakeholder e la riduzione dei costi di agenzia associati alla separazione della proprietà dal controllo.

Tuttavia, è stato riscontrato che in assenza di standardizzazione e della verifica svolta da terze parti, le società possono implementare eventuali comportamenti di greenwashing, diffondendo dati che non sempre rispecchiano l'effettivo livello di *engagement* con le strategie ESG adottate.

Attraverso l'indagine delle principali motivazioni del greenwashing, il seguente studio ha dimostrato come le società utilizzino la divulgazione informativa sulle

questioni di sostenibilità, in forma simbolica o sostanziale, come mezzo per ottenere i benefici legati alla maggiore trasparenza.

Le società, tuttavia, si assumono il rischio di essere scoperte e di venire così sanzionate per tale comportamento scorretto. In questa situazione, la legittimità creata verrebbe a mancare, generando un effetto negativo sulle società stesse e sugli stakeholder.

Questi risultati contribuiscono alla letteratura mostrando che, se le forze di mercato osservano un certo livello di incoerenza tra la disclosure esg e la relativa performance, queste società sono soggette a delle sanzioni reputazionali che si traducono in un maggior costo del capitale.

Inoltre, i risultati forniscono evidenze secondo cui la revisione dei *sustainability report*, da parte di organismi esterni, sia un mezzo efficace per migliorare la credibilità delle informazioni presenti e allo stesso tempo ridurre l'asimmetria informativa tra società e investitori. Le società sottoposte ad *assurance*, infatti, ottengono un minor costo del capitale mediante la riduzione del grado di incertezza delle informazioni presentate e garantiscono il controllo e la supervisione del management.

Ciò nonostante, si è riscontrato che lo stato attuale del reporting esg può generare delle problematiche legate alla mancanza di comparabilità, consistenza e credibilità delle informazioni.

I risultati sostengono il punto di vista che una maggiore regolamentazione sulla rendicontazione ESG contribuisca al miglioramento dell'efficienza del mercato, rafforzando la fiducia degli stakeholder, riducendo la volatilità dei mercati connessa al manifestarsi di eventi inattesi e favorendo la stabilità e la liquidità del mercato.

Il contributo di questo studio è stato quello di fornire evidenze degli effetti positivi legati ad una maggiore trasparenza riguardo tematiche di sostenibilità.

Questi risultati supportano i principali sviluppi regolamentatori in Europa verso l'integrazione dei fattori esg e nello sviluppo di una finanza sostenibile. Attraverso l'approfondimento delle principali criticità che caratterizzano l'attuale stato dell'informativa finanziaria, è stata evidenziata l'importanza della regolamentazione nel poter migliorare la qualità informativa e la fiducia tra investitori e società. Il miglioramento della disclosure esg rappresenta infatti uno dei principali obiettivi stabiliti nell'action plan verso uno sviluppo sostenibile.

Questa tesi ha fornito un contributo alla letteratura sulla disclosure e sulla regolamentazione dell'informativa non finanziaria.

La ricerca futura dovrebbe ampliare lo studio dell'impatto delle attività ESG sulle variabili aziendali in quanto è una tematica relativamente nuova e vi sono limitate evidenze empiriche contrastanti. Inoltre, molti studi consultati si sono focalizzati eccessivamente sulla quantità dei dati divulgati, trascurando la variabile qualitativa.

## BIBLIOGRAFIA

- Aguinis, H., Glavas, A. 2012. «What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda.» *Journal of Management* 38(4) 932-968.
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. 2020. «ESG disclosure and firm performance before and after IR.» *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Almeida, R., Darmansya, A. 2019. «The Influence of Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure on Firm Financial Performance.» *IPTEK Journal of Proceedings* (5) 278-290.
- Al-Shaer, H., e Zaman, M. 2018. *Credibility of sustainability reports: The contribution of audit committees.* *Business Strategy and the Environment* 27(7) 973-986.
- Amel-Zadeh, A., e Serafeim, G. 2018. «Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global.» *Financial Analyst Journal* 74(3) 87-103.
- An, Y., Davey, H., & Eggleton, I. R. 2011. «Towards a comprehensive theoretical framework for voluntary IC disclosure.» *Journal of Intellectual Capital*.
- Aureli, S., Gigli, S., Medei, R., & Supino, E. 2020. «The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies.» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1) 43-52.
- Aureli, S., Magnaghi, E., & Salvatori, F. 2019. «The role of existing regulation and discretion in harmonising non-financial disclosure.» *Accounting in Europe Vol.16 N.3* 290-312.
- Baldini, M., Dal Maso, L., Liberatore, G., Mazzi, F., e Terzani, S. 2018. «Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure.» *Journal of Business Ethics*, 150(1) 79-98.
- Barako, D., P. Hancock, e H. Izan. 2006. «Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies.» *Corporate Governance: An International Review* (Corporate Governance: An International Review).
- Barnea, A., & Rubin, A. 2010. «Corporate social responsibility as a conflict between shareholders.» *Journal of business ethics*, 97(1) 71-86.
- Bebbington, J., e Unerman, J. 2018. «Achieving the United Nations sustainable development goals.» *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Bellantuono, N., Pontrandolfo, P., & Scozzi, B. 2016. «Capturing the stakeholders' view in sustainability reporting: a novel approach.» *Sustainability Vol 8N.4* 379-391.
- Bénabou, R., & Tirole, J. 2010. «Individual and Corporate Social Responsibility.» *Economica*, 77(305), 1-19
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. 2020 «Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings.» Available at SSRN 3438533.
- Berthelot, S., Coulmont, M., & Serret, V. 2012. «Do investors value sustainability reports? A Canadian study.» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), 355-363.

- Beske, F., E. Hausteine, & P.C. Lorson. 2020. «Materiality analysis in sustainability and integrated reports.» *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. 11 No. 1 162-186.
- Blasco, J. L., & King, A. 2017. «The road ahead: the KPMG survey of corporate responsibility reporting 2017.» *Zurich: KPMG International*. Retrieved November, 20, 2018.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. 2018. «The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance.» *The British Accounting Review*, 50(1) 1-15.
- Brunelli, S., & Di Carlo, E. 2019. *Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations: New Theories, Strategies and Tools for Survival and Growth*. Springer Nature.
- Buallay, A. 2019. «Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector.» *Management of Environmental Quality: An International Journal* 98-115.
- Busco, C., Consolandi, C., Eccles, R. G., & Sofra, E. 2020. « A Preliminary Analysis of SASB Reporting: Disclosure Topics, Financial Relevance, and the Financial Intensity of ESG Materiality.» *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.32 N.2 117-125.
- Calace, D. 2019 «Materiality: From Accounting to Sustainability and the SDGs.» In: Leal Filho W., Azul, A. M., Brandli, L., Özuyar, P., Wall, T. (eds) *Responsible Consumption and Production. Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals*. Cham: Springer.
- Caplan, Griswold, & Jarvis. 2013. *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. Wilton: commonfund institute.
- Caputo, F., Leopizzi, R., Pizzi, S., & Milone, V. 2020. «The Non-Financial Reporting Harmonization in Europe: Evolutionary Pathways Related to the Transposition of the Directive 95/2014/EU within the Italian Context.» *Sustainability*, Vol.12 N.1 92.
- Casey, R. J., & Grenier, J. H. (2015). 2015. «Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. » *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1) 97-130.
- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. 2016. «Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers.» *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. 2014. «Corporate social responsibility and access to finance.» *Strategic management journal*, 35(1) 1-23.
- Cheng, M. M., Green, W. J., & Ko, J. C. W. 2015. «The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors' decisions.» *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 131-162.
- Chu, C. I., Chatterjee, B., & Brown, A. 2013 «The current status of greenhouse gas reporting by Chinese companies. » *Managerial Auditing Journal*.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. 2015. «From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance» Available at SSRN 2508281.



- Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G., & Tsang, A. 2015. «Voluntary External Assurance of Corporate Social Responsibility Reports and the Dow Jones Sustainability Index Membership: International Evidence.» Unpublished working paper, UQ Business School.
- Clementino, E., & Perkins, R. 2020. «How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy.» *Journal of Business Ethics*, 1-19
- Cotter, J., Lokman, N., & Najah, M. M. 2011. «Voluntary disclosure research: which theory is relevant?.» *Journal of Theoretical Accounting Research*.
- Dando, N., & Swift, T. 2003. «Transparency and assurance: Minding the credibility gap.» *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 195-200.
- Darnall, N., Seol, I., & Sarkis, J. (2009). «Perceived stakeholder influences and organizations' use of environmental audits. » *Accounting, Organizations and Society*, 34(2), 170-187.
- De Klerk, M., De Villiers, C., & Van Staden, C. 2015. «The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices.» *Pacific Accounting Review*.
- Deegan, C. 2006. «Legitimacy theory.» *Methodological Issues in Accounting Research: Theories and Methods* 161-181.
- Deegan, C. 2002. «The legitimising effect of social and environmental disclosures: A theoretical foundation.» *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.15, 282-311.
- Deegan, C. M., & Samkin, G. 2008. «New Zealand financial accounting.» *McGraw-Hill Higher Education*.
- Del Giudice, A., & Rigamonti, S. 2020. «Does Audit Improve the Quality of ESG Scores? Evidence from Corporate Misconduct.» *Sustainability*, 12(14), 5670.
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. 2011. «The Drivers of Greenwashing.» *California management review*, 54(1), 64-87.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). «Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting.» *The accounting review*, 86(1) 59-100.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. 2014. «Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency.» *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4) 328-355.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. 1983. «Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields.» *American Sociological Review*, Vol. 48, 147-160.
- Doni, F., & Johannsdottir, L. 2020. «Ratings, Environmental Social and Governance (ESG).» *Climate Action. Encyclopedia of the UN Sustainable Development Goals*, 435-449.
- Doni, F., Bianchi Martini, S., Corvino, A. and Mazzoni, M. 2019. «Voluntary versus mandatory non-financial disclosure: EU Directive 95/2014 and sustainability reporting practices based on empirical evidence from Italy .» *Meditari Accountancy Research*, Vol. 28 No. 5 781-802.
- Dowling, J., & Pfeffer, J. 1975. «Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. » *Pacific sociological review*, 18(1), 122-136.

- Du, X. 2015. «How the market values greenwashing? Evidence from China.» *Journal of Business Ethics*, 128(3), 547-574.
- Duran, I. J., & Rodrigo, P. 2018. «Why do firms in emerging markets report? A stakeholder theory approach to study the determinants of non-financial disclosure in Latin America.» *Sustainability*, 10(9), 3111.
- Duuren, Van, Plantinga, e Scholtens. 2016. «ESG Integration and the Investment Management Process:Fundamental Investing Reinvented.» *J.Bus Ethics* 525-533.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. 2010 «*One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy.*» *John Wiley & Sons*.
- Eccles, R. G., & Serafeim, G. 2015. «Corporate and Integrated Reporting.» *Corporate stewardship: Achieving sustainable effectiveness*, 156
- Eccles, N. S., & Viviers, S. 2011. « The origins and meanings of names describing investment practices that integrate a consideration of ESG issues in the academic literature.» *Journal of Business Ethics*, Vol. 104, N.3, 389-402.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. 2012. «The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance.» *Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research*.
- Eccles, R. G., Krzus, M. P., Rogers, J., & Serafeim, G. 2012. «The Need for Sector-Specific Materiality and Sustainability Reporting Standards.» *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(2), 65-71.
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. 2011. «Market interest in nonfinancial information.» *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113-127.
- Edgley, C., Jones, M. J., & Atkins, J 2015. «The adoption of the materiality concept in social and environmental reporting assurance: A field study approach.» *The british accounting review*, 47(1), 1-18.
- Eppler, M. J., & Mengis, J. 2004. «The concept of information overload: A review of literature from organization science, accounting, marketing, MIS, and related disciplines.» *The Information Society*, 20(5), 325-344.
- Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M., & Muñoz-Torres, M. J. 2019 «Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles.» *Sustainability*, 11(3), 915.
- Esty, D. C., e T. Cort. 2020. «*Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting.* Springer Nature.
- European Commission. 2019. «Guidelines on reporting climate-related information.»
- Eurosif. 2014. «European SRI study 2014.» Brussels, Belgium.
- Ernst & Young. (2017). «Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investors? .»
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. «Separation of ownership and control.» *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. 2018. «ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure.» *Global Finance Journal*, 38, 45-64.

- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz, S. 2014. «Effect of stakeholders' pressure on transparency of sustainability reports within the GRI framework.» *Journal of business ethics*, 122(1), 53-63.
- Fernando, S., & Lawrence, S. 2014. «A theoretical framework for CSR practices: Integrating legitimacy theory, Stakeholder theory and Institutional theory.» *The Journal of Theoretical Accounting*, 10(1) 149-178.
- Fiandrino, S. (2020). «Disclosure of non-financial information. Evolutionary paths and harmonisation to mandatory requirements.» 1-162 Giappichelli Editore.
- Finance, S. S. 2017 «Handbook on Sustainable Investments: Background Information and Practical Examples for Institutional Asset Owners.» CFA Institute Research Foundation.
- Fortuna, F., Testarmata, S., Sergiacomi, S., & Ciaburri, M. 2020. «Mandatory Disclosure of Non-financial Information: A Structured Literature Review.» *Accounting, Accountability and Society*, 95-128. Springer, Cham.
- Freeman, R. E. (2010). «Strategic management: A stakeholder approach.» Cambridge university press.
- 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*.
- Friedman, M. 1970. «The social responsibility of business is to increase its profits.» *New York Times Magazine*, 13, 32-33.
- Galbreath, J. 2013. «ESG in Focus: The Australian Evidence.» *Journal of business ethics*, 118(3), 529-541.
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., & Fu, R. 2016. «Determinants and economic consequences of non-financial disclosure quality. » *European Accounting Review*, 25(2), 287-317.
- Garcia-Sanchez, I. M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Sepulveda, C. 2014. «Does media pressure moderate CSR disclosures by external directors?» *Management Decision*, 1014-1045.
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., & Ruiz-Barbadillo, E. 2019. «Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance.» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4) 832-848.
- Gerged, A. M., Beddewela, E., & Cowton, C. J. 2020. « Is corporate environmental disclosure associated with firm value? A multicountry study of Gulf Cooperation Council firms.» *Business Strategy and the Environment*.
- Ghio, A., & Verona, R. 2020. «Voluntary Corporate Disclosure.» In *The Evolution of Corporate Disclosure*, Contributions to Management Science. Springer, Cham.
- Ghitti, M., Gianfrate, G., & Palma, L. 2020. «The Agency of Greenwashing.» Available at SSRN 3629608.
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. 2019. «Foundations of ESG investing: how ESG affects equity valuation, risk, and performance.» *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A. 2020. «The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status.» *Business Strategy and the Environment*.

- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. 2005. «The economic implications of corporate financial reporting.» *Journal of accounting and economics Vol. 40 N.3*, 3-73.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. 2009. «Some Theories for Social Accounting? A Review Essay and Tentative Pedagogic Categorisations around Social Accounting.» *Sustainability, environmental performance and disclosures*. Emerald Group Publishing Limited.
- Gray, R., Owen, D., & Maunders, K. 1988. «Corporate social reporting: emerging trends in accountability and the social contract.» *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 1(1), 6-20.
- Grewal, J., Serafeim, G., & Yoon, A. 2016. «Shareholder activism on sustainability issues.» Available at SSRN 2805512.
- Gulenko, M. 2018. «Mandatory CSR reporting—literature review and future developments in Germany.» *Sustainability Management Forum* (Vol. 26, No. 1-4, pp. 3-17). Springer Berlin Heidelberg
- Guthrie, J., Petty, R. & Ricceri, F. 2006. «The voluntary reporting of intellectual capital: comparing evidence from Hong Kong and Australia.» *Journal of Intellectual Capital, Vol. 7* 254-271.
- Hale, J. (2018). «Sustainable funds US landscape report.» Morningstar Research, 1-48.
- Haller, A., Link, M., & Groß, T. (2017). «The term ‘non-financial information’—a semantic analysis of a key feature of current and future corporate reporting.» *Accounting in Europe*, 14(3), 407-429.
- Harjoto, M. & Laksmana, I. 2018. «The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value.» *Journal of Business Ethics* 151(2), 353-373.
- Harper Ho, V. E., & Park, S. 2019. «ESG Disclosure in Comparative Perspective: Optimizing Private Ordering in Public Reporting.» *University of Pennsylvania Journal of International Law*, 41(2).
- Harper Ho, V. 2018. «Nonfinancial Risk Disclosure and the Costs of Private Ordering.» *American Business Law Journal Vol.55 N.3* 407-474.
- Hassan, O. A. 2018. «The impact of voluntary environmental disclosure on firm value: Does organizational visibility play a mediation role?» *Business Strategy and the Environment*, 27(8) 1569-1582.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. 2001. «Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature.» *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Higgins, C., Stubbs, W., & Milne, M. 2018. «Is sustainability reporting becoming institutionalised? The role of an issues-based field.» *Journal of business ethics*, 147(2), 309-326.
- Hodge, K., Subramaniam, N., & Stewart, J. 2009. «Assurance of Sustainability Reports: Impact on Report Users’ Confidence and Perceptions of Information Credibility.» *Australian Accounting Review* 19(3), 178-194
- Hübel, B., & Scholz, H. 2020. «Integrating sustainability risks in asset management: the role of ESG exposures and ESG ratings.» *Journal of Asset Management*, 21(1), 52-69.

- Hummel, K., & Schlick, C. 2016. «The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure- Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory.» *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 455-476.
- International Monetary Fund (IMF). 2019. Global financial stability report. International Monetary Fund, Publications Services.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. 2017. «The consequences of mandatory corporate sustainability reporting.» *Harvard Business School research working paper* 11-100.
- Jackson, G., Bartosch, J., Kinderman, D. P., Knudsen, J. S., & Avetisyan, E. 2017. «Regulating self-regulation? The politics and effects of mandatory CSR disclosure in comparison.» *The Politics and Effects of Mandatory CSR Disclosure in Comparison*.
- Jeriji, M., & Louhichi, W. 2020. «The relationship between poor CSR performance and hard, negative CSR information disclosures.» *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
- Jia, J.Y. 2020. «External ESG Reporting Frameworks.» *The Corporate Energy Strategist's Handbook*, 237-250, Palgrave Macmillan, Cham.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.» *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jones, T. M. 1995. «Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics.» *Academy of management review*, 20(2), 404-437.
- Junior, R. M., Best, P. J., & Cotter, J. 2014. «Sustainability Reporting and Assurance: A Historical Analysis on a World-Wide Phenomenon.» *Journal of business ethics*, 120(1), 1-11
- Kaya, I. 2017. «Sustainability Reporting Assurance: A Literature Survey.» In *Regional Studies on Economic Growth, Financial Economics and Management*, 33-50.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. 2016. «Corporate sustainability: First evidence on materiality.» *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. 2018. «The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. .» *European Management Journal*, 36(4) 519-529.
- La Torre, M., Sabelfeld, S., Blomkvist, M., Tarquinio, L., & Dumay, J. 2018. «Harmonising non-financial reporting regulation in Europe.» *Meditari Accountancy Research Vol.26 N.4*.
- Li, J. 2008. «A Longitudinal Study of Corporate Social Disclosure in Chinese Listed Companies' Annual Reports: 2002 to 2006.» Auckland University of Technology.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. 2018. «The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power.» *The British Accounting Review*, Vol.50,N.1, 60-75.
- Lindblom, C. K. 1994. «The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure.» In *Critical Perspectives on Accounting Conference, New York, 1994*.

- Lokuwaduge, C. S. D. S., & Heenetigala, K. 2017 «Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study.» *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 438-450.
- Mackenzie, C., Rees, W., & Rodionova, T. 2013. «Do responsible investment indices improve corporate social responsibility? FTSE4Good's impact on environmental management.» *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 495-512.
- Malik, M. 2015. «Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. » *Journal of Business Ethics*, Vol.127 N.2, 419-438.
- Marquis, C., Toffel, M. W., & Zhou, Y. 2016. «Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing.» *Organization Science*, 27(2), 483-504.
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. 2017. «Coercive, normative and mimetic isomorphism as determinants of the voluntary assurance of sustainability reports.» *International Business Review*, 26(1), 102-118.
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. 2017. «Sustainability assurance and cost of capital: Does assurance impact on credibility of corporate social responsibility information?» *Business Ethics: A European Review*, 26(3), 223-239.
- Mazzotta, R., Bronzetti, G., & Veltri, S. 2019. «Are mandatory non-financial disclosures credible? Evidence from Italian listed companies.» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4) 1900-1913.
- McColgan, P. 2001.«Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective.» *Department of Accounting and Finance Working Paper*, 6, 0203.
- Meek, G.K., Roberts, C.B., & Gray, S.J. 1995. «Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S.» *Journal of International Business Studies*, Vol.26 N.3 555–572.
- Morningstar. s.d. *The Morningstar Sustainable Investing Handbook*. Morningstar.
- Mulgan, R. 1997. «The process of public accountability.» *Australian Journal of Public*, 56(1), 25-36.
- Mulgan, R. 1992. «Determinants of corporate social responsibility disclosure.» *Accounting, Organization and Society*, 17(6), 595-612.
- Murphy, D., & McGrath, D. 2013. «ESG reporting—class actions, deterrence, and avoidance.» *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* Vol. 4 No. 2, 216-235.
- Ould Daoud Ellili, N. 2020. «Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE.» *Sustainability*, 12(18) 7706.
- Patten, D. M. 2002. «The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note.» *Accounting, organizations and Society*, 27(8), 763-773.
- Perego, P. 2009. «Causes and consequences of choosing different assurance providers: An international study of sustainability reporting.» *International Journal of Management*, 26(3), 412–425.
- Perego, P., & Kolk, A. 2012. «Multinationals' Accountability on Sustainability: The Evolution of Third-party Assurance of Sustainability Reports.» *Journal of Business Ethics*, 110(2), 173-190.

- Pflugrath, G., Roebuck, P., & Simnett, R. 2011. «Impact of assurance and assurer's professional affiliation on financial analysts' assessment of credibility of corporate social responsibility information. .» *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30(3) 239-254.
- Pizzi, S., Venturelli, A., & Caputo, F. 2020. «The “comply-or-explain” principle in directive 95/2014/EU. A rhetorical analysis of Italian PIEs.» *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. 2015. « Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. .» *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4) 336-361.
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. 2020. «The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity.» *Business Strategy and the Environment*, 29(3) 1199-1214.
- Rossi, F., & Harjoto, M. A. 2020. «Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies.» *Review of Managerial Science*, Vol.14 N.5, 1149-1181.
- Ruiz-Barbadillo, E., & Martínez-Ferrero, J. 2020. «What impact do countries have on levels of sustainability assurance? A complementary-substitutive perspective.» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2329-2341.
- Scalet, S., & Kelly, T. F. 2010. «CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact?» *Journal of Business Ethics*, 94(1), 69-88..
- Schoenfeld, J. 2017. «The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds.» *Journal of Accounting and Economics*, Vol.63 N.1, 51-74.
- Scholtens, B. 2017. «Why Finance Should Care About Ecology.» *Trends in Ecology & Evolution*, 32(7), 500-505
- Scott, R. W., Scott, W. R., & Meyer, J. W. 1994. «Institutional environments and organizations: Structural complexity and individualism.»
- Seele, P., & Gatti, L. 2017. «Greenwashing Revisited: In Search of a Typology and Accusation-Based Definition Incorporating Legitimacy Strategies.» *Business Strategy and the Environment*, 26(2), 239-252.
- Setiadi, I., & Suhardjanto, D. 2017. «Board Independence, Environmental Disclosure, and Firm Value.» *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol.6 N.4, 409.
- Shehata, N. F. 2014. «Theories and determinants of voluntary disclosure.» *Accounting and Finance Research (AFR)*, 3(1).
- Sonnerfeldt, A. L. L., & Pontoppidan, C. A. 2020. «The Challenges of Assurance on Non-financial Reporting.» *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*.
- Sparkes, R. 2001. «Ethical investment: whose ethics, which investment.» *Business Ethics: A European Review*, Vol. 10 No.3, 194-205.
- Stolowy, H., & Paugam, L. 2018. «The expansion of non-financial reporting: An exploratory study.» *Accounting and Business Research*, 48(5) 525-548.

- Suchman, M. C. 1995. «Managing legitimacy: strategic and institutional approaches.» *Academy of Management Journal*, 20(3), 571-610.
- Tamimi, N., & Sebastianelli, R. 2017. «Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores.» *Management Decision* 1660-1680.
- Tantalo, C., & Priem, R. L. 2016. «Value creation through stakeholder synergy.» *Strategic Management Journal*, 37(2) 314-329.
- Testa, F., Iraldo, F., Vaccari, A., & Ferrari, E. 2015. «Why Eco-labels can be Effective Marketing Tools: Evidence from a Study on Italian Consumers.» *Business Strategy and the Environment*, 24(4), 252-265.
- Testarmata, S., Ciaburri, M., Fortuna, F., & Sergiacomi, S. 2020. «Harmonization of Non-financial Reporting Regulation in Europe: A Study of the Transposition of the Directive 2014/95/EU.» *Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations*, 67-88, Springer.
- Thijssens, T., Bollen, L., & Hassink, H. 2015. «Secondary Stakeholder Influence on CSR Disclosure: An Application of Stakeholder Salience Theory.» *Journal of Business Ethics*, 132(4), 873-891.
- Torelli, R., Balluchi, F., & Furlotti, K. 2019. «The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports.» *Corporate social responsibility and Environmental Management*, 27(2), 470-484.
- Torelli, R., Balluchi, F., & Lazzini, A. 2020. «Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions.» *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 407-421.
- Tschopp, D., & Huefner, R. J. 2015. «Comparing the Evolution of CSR Reporting to that of Financial.» *Journal of Business Ethics*, 127(3), 565-577.
- Veltri, S. 2020. «The Mandatory Non-financial Disclosure in the European Union.» In *Mandatory Non-financial Risk-Related Disclosure*, di Veltri S., 31-55. Springer, Cham.
- Venturelli, A., Caputo, F., Leopizzi, R., & Pizzi, S. 2019. «The state of art of corporate social disclosure before the introduction of non-financial reporting directive: A cross country analysis. » *Social responsibility journal*.
- Venturelli, A., Pizzi, S., Caputo, F., & Principale, S. 2020. «The revision of nonfinancial reporting directive: A critical lens on the comparability principle.» *Business Strategy and the Environment*.
- Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. 2017. «“More than words”: expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal.» *Journal of Business Research*, 71, 27-37.
- Walker, K., & Wan, F. 2012. «The harm of symbolic actions and green-washing: corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications.» *Journal of business ethics*, 109(2), 227-242.
- Watson, A., Shrides, P., & Marston, C.. 2002. «Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK.» *The British Accounting Review*, 34(4), 289-313.
- Weber, J.L. 2018. «Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital.» *Journal of Financial Reporting and Accounting*.



- Yang, Z., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. N., Nguyen, T. T. N., & Cao, T. T. 2020. «Greenwashing behaviours: causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review.» *Journal of Business Economics and management*, 21(5), 1486-1507.
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. 2018. «Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea.» *Sustainability*, 10(10), 3635.
- Yu, E. P. Y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. 2018. «Environmental, social and governance transparency and firm value.» *Wiley: Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987-1004.
- Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. 2020. «Greenwashing in environmental, social and governance disclosures.» *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.

## SITOGRAFIA

- AccountAbility. 2008. «AA1000 ASSURANCE STANDARD 2008.»  
<https://www.accountability.org/standards/aa1000-assurance-standard>
- International Integrated Reporting Council IIRC 2013. «The international IR framework» URL  
<http://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>
- International Integrated Reporting Council IIRC, 2018 «State of Sustainability and Integrated Reporting.»  
<https://integratedreporting.org/>
- PRI Association. (2013). PRI reporting framework 2013 main definitions. Verfügbar von  
[www.unpri.org/viewer](http://www.unpri.org/viewer)
- Robeco. s.d. Sustainable Investing Glossary. <https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainable-investing/glossary/esg-definition.html>
- SASB, 2018. SASB Standards overview, <https://www.sasb.org/standards-overview/materiality-map/>
- SustainAbility 2018 Rate the Raters 2018, Ratings Revisited. <http://sustainability.com/ourwork/reports/rate-raters-2018-white-paper/>