

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, MANAGEMENT, ISTITUZIONI

Dottorato di ricerca in Management – XXXV Ciclo

***“Nuove tendenze sulla rendicontazione di sostenibilità. Il
principio di materialità nell’IFRS S1”***

Coordinatrice:

Ch.ma Prof.ssa Cristina Mele

Candidato:

Maria Rita Filocamo

Tutor:

Chia.mo Prof. Roberto Maglio

A.A. 2021/2022

INDICE

Introduzione.....	4
Capitolo I Il necessario allineamento alla tutela ambientale. Dalla Corporate Social Responsibility agli obiettivi di sviluppo sostenibile.....	9
1.1 Le proposte alla letteratura sul concetto di <i>Corporate Social Responsibility</i>	9
1.1.1 La CSR tra “ <i>doing good</i> ” e “ <i>avoiding bad</i> ”.....	15
1.2 Il legame tra responsabilità sociale d’impresa e sostenibilità.....	16
1.2.1 Dall’Agenda 2030: una cooperazione di livello internazionale.....	19
1.2.2 Il <i>Green Deal</i> Europeo.....	24
1.3 Il nuovo volto <i>green</i> della finanza.....	26
1.3.1 L’integrazione degli elementi ESG nei modelli di <i>credit rating</i>	31
1.3.2 I servizi offerti dalle agenzie di <i>rating</i>	32
1.3.3 Il principio di materialità nelle tematiche ESG.....	35
1.4 Gli strumenti di finanza sostenibile: <i>use proceeds-based</i> e <i>general corporate purpose-based</i>	38
1.4.1 Le linee guida ICMA per la revisione esterna.....	40
1.4.2 L’esistenza di un « <i>greenium</i> ».....	44
1.4.3 Tassonomia UE 2020/852.....	46
1.4.4 Il rischio di « <i>greenwashing</i> ».....	49
Capitolo II Il quadro normativo della Disclosure non finanziaria.....	54
2.1 Il D.lgs n 254 del 2016. Recepimento della Direttiva 2014/95/UE.....	54
2.1.1 Le linee guida dell’UE sulla reportistica non finanziaria (2017/C 215/01).....	56
2.1.2 Le linee guida dell’UE sull’informativa sul clima (2019/C 209/01).....	58
2.1.3 Una mappa strategica: l’analisi della materialità.....	61
2.2 Il decreto legislativo 2016, n. 254 sulla Disclosure non finanziaria.....	67
2.3 Un overview dei framework del non-financial reporting.....	70
2.3.1 <i>Global Reporting Initiative</i> (GRI).....	71
2.3.2 <i>International Integrated Reporting Council</i> (IIRC).....	76
2.3.3 L’istituzione della <i>Task-Force on Climate-related Financial Disclosure</i> (TCFD).....	80
2.3.4 Dal <i>Non-Financial reporting</i> al <i>Sustainability Reporting</i> : La <i>Corporate Sustainability Reporting Directive</i>	83
2.4 I nuovi standard dell’EFRAG.....	87
2.4.1 Gli <i>European Sustainability Reporting Standards</i> (ESRS) emessi dall’EFRAG.....	90
Capitolo III La recente istituzione dell’International Sustainability Standard Board (ISSB).....	97
3.1 Verso nuovi standard di rendicontazione: l’ISSB.....	97
3.2 Il processo di approvazione degli standard.....	105
3.3 I due standard proposti.....	107
3.3.1 <i>L’Exposure Draft IFRS S1. “General Requirements For Sustainability-related Financial Information”</i>	108
3.3.2 <i>L’Exposure Draft IFRS S2. “Climate-related Disclosure”</i>	114
Capitolo IV Il principio di materialità: tra singola, doppia e dinamica. Evidenze dall’IFRS S1.....	120

4.1 Introduzione.....	120
4.2 L'aspetto della materialità nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità.....	122
4.3 Metodologia.....	128
4.3.1 Descrizione del campione.....	128
4.3.2 Profilo dei rispondenti.....	130
4.3.3 <i>Content Analysis</i>	137
4.4 Risultati.....	141
4.5 Limiti dello studio.....	153
Conclusioni.....	155
Appendice A.....	158
Bibliografia.....	160

Introduzione

Il principio di materialità si colloca all'interno del più ampio e quanto mai attuale dibattito sulla sostenibilità. Guardando al passato, il concetto di "sviluppo sostenibile" si è fatto strada nella realtà aziendale con non poche difficoltà: da un lato, infatti, si afferma la visione dei sostenitori di Friedman (1970), secondo cui tutte le attività a favore della collettività rappresentano uno spreco di denaro, dall'altra avanzavano le numerose critiche di chi guarda al concetto di sostenibilità come un vero e proprio "paradosso" (Latouche, 2003; Fey and Lam, 2011; Gupta, 2017). In questo contesto di controversie ciò che probabilmente ha rappresentato il primo passo verso le tematiche di sostenibilità, è stata la sottoscrizione dell'Agenda 2030: per la prima volta 193 governi membri dell'ONU si sono impegnati ad agire per i successivi 15 anni in aree critiche per l'umanità ed il pianeta introducendo 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (ONU, 2015). Da qui, anche la valutazione delle imprese da parte degli investitori esterni viene sempre di più influenzata dai comportamenti "sostenibili" che le stesse perseguono. Infatti, gli investitori hanno iniziato a valutare i propri investimenti tenendo conto di quei prodotti finanziari che fossero in grado di riflettere la propensione verso scelte etiche, sociali ed ambientali. Si tratta di particolari strumenti di finanza *green*, di tipo *use-proceeds based* o *general corporate purpose-based*, di cui si è trattato nel primo capitolo. Come si può notare dallo stesso, l'aspetto maggiormente indagato dalla letteratura riguardo i suddetti strumenti finanziari *green* è la presenza di un *greenium*: la prova che gli investitori sono disposti a pagare un prezzo più alto per obbligazioni *Environmental, Social and Governance* (ESG), sacrificando il rendimento finanziario per ottenere dei benefici socio-ambientali (Gianfrate e Peri 2019; Hachenberg e Schiereck 2018; Kapraun e Scheins 2019; Zerbib 2019).

Questi fenomeni hanno inevitabilmente e profondamente cambiato il mondo della reportistica aziendale, come si vede nel secondo capitolo del presente elaborato, che ha visto da ultimo il passaggio dal *Non-Financial Reporting* al *Sustainability Reporting* mediante l'introduzione della direttiva CSRD (2022/2464/UE) che estende in modo significativo sia il perimetro delle società coinvolte sia gli obblighi di rendicontazione delle stesse. Invero, le aziende sono chiamate per la prima volta a rispettare il principio della cd. *double materiality*, divulgando – in quanto materiali – sia le informazioni riguardo gli impatti della propria attività sulla società e sull'ambiente (*inside-out*), sia le informazioni riguardo i fattori esterni che incidono sull'*enterprise value* di un'entità (*outside-in*). Nonostante ciò, la doppia prospettiva della materialità nel tempo è entrata in crisi. La causa scatenante, che l'ha anche allontanata dal suo obiettivo primario, ovvero l'armonizzazione del *sustainability reporting* (Adams et al., 2022), è stata la decisione da parte dell'*IFRS Foundation* di istituire un nuovo Board che si occupasse dell'emanazione di un insieme globale di standard di rendicontazione della sostenibilità: l'*International Sustainability Standard Board* (ISSB), la cui descrizione è dettagliata nel terzo capitolo. Nel definire, infatti, l'*Exposure Draft* del nuovo standard IFRS S1 *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, il nuovo Board ha fatto un vero e proprio passo indietro su ciò che deve essere considerato materiale, riproponendo un approccio esclusivamente finanziario (*financial o single materiality*).

Facendo leva su questi presupposti, il presente elaborato ha cercato di contribuire alla letteratura emergente sul concetto di materialità (Adams et al., 2022; Abhayawansa, 2022; Jørgensen et al., 2022) nel tentativo di chiarire la posizione dei diversi gruppi di interesse con riguardo allo stesso. Attraverso la metodologia qualitativa della *content analysis*, lo studio analizza le 735 lettere di commento inviate in risposta all'*Exposure Draft* IFRS S1, considerando tutte le categorie di rispondenti (*Academics, Accounting Profession,*

Government, Individual, NGO/Think Tank, Partnership, Preparers, Standard Setters, Stock Exchange, Users) con esclusivo riferimento alle risposte fornite alla Domanda numero 8 – “Materiality”.

Come conseguenza, il *file rouge* che il presente elaborato si propone di seguire è il presente:

1. *Come la letteratura inquadra il concetto di sostenibilità? Gli sviluppi economico-finanziari.*

Nel tentativo di rintracciare le origini del concetto di sostenibilità, il primo capitolo riporta l’evoluzione storica del concetto di *Corporate Social Responsibility*, analizzando le diverse visioni della letteratura in merito e considerando il legame tra responsabilità sociale d’impresa e sostenibilità. Viene, pertanto, illustrata l’introduzione dell’Agenda 2030 e degli obiettivi di sviluppo sostenibile, iniziando ad inquadrare il tema anche da un punto di vista strettamente finanziario. In particolar modo, l’integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento e gli strumenti di finanza *green* sono oggetto di esposizione.

2. *Come viene regolamentata la prospettiva di sostenibilità? L’inquadramento normativo.*

Nel secondo capitolo viene analizzato da un punto di vista normativo il tema della *Disclosure* non finanziaria (Dlgs n. 254/2016). Lo stesso offre una panoramica dei principali framework del *non-financial reporting*: il *Global Reporting Initiative* (GRI), la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), il *Climate Disclosure Standard Board* (CDSB), il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), L’*International Integrated Reporting Council* (IIRC). Infine, illustra il passaggio dal *Non-Financial Reporting* al *Sustainability Reporting* mediante la Direttiva 2022/2464/UE (*Corporate Sustainability Reporting Directive* – CSRD).

3. *Come cambia la prospettiva internazionale sul tema di sostenibilità? L’emanazione di un nuovo principio.*

Nel terzo capitolo, si illustra l’evoluzione in ambito internazionale delle tematiche di sostenibilità attraverso la creazione di un nuovo Board su proposta dell’IFRS *Foundation*. Dopo aver esaminato la struttura del Board ed il suo metodo di funzionamento con cenni al procedimento di approvazione degli standard, vengono analizzati i primi due *Exposure Draft* degli standard emanati. Il primo, l’IFRS S1 “*General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*”, riferito alle tematiche della sostenibilità più in generale; il secondo, IFRS S2. “*Climate-related Disclosures*”, specifico per le problematiche relative al clima.

4. *Quali sono le prospettive dei diversi gruppi di interesse al concetto di materialità? La content analysis delle lettere di commento all’Exposure Draft IFRS S1.*

Nel quarto ed ultimo capitolo, vengono mostrati i risultati dell’analisi oggetto del presente elaborato. Nello specifico, il capitolo presenta le sezioni di un *paper* scientifico. Nella prima sezione vi è l’introduzione e la *review* della letteratura sul principio di materialità. Successivamente, viene descritto il campione selezionato composto dalle 735 lettere di commento inviate in risposta all’Exposure Draft IFRS S1. Delle lettere di commento analizzate, sono state considerate tutte le categorie di rispondenti con esclusivo riferimento alle quattro domande sul principio di materialità. La metodologia utilizzata è una *content analysis* (*human-based* o *manual*) nell’obiettivo di analizzare in maniera dettagliata tutte le informazioni qualitative contenute. Tale ingente numero non avrebbe consentito ad un software di indagare specificatamente sull’eventuale negazione, ironia o più in generale sul “tono” del rispondente. Dopo l’analisi dei risultati, il capitolo si conclude con i limiti dello studio e le possibilità di ricerca future.

Capitolo I

Il necessario allineamento alla tutela ambientale. Dalla *Corporate Social Responsibility* agli obiettivi di sviluppo sostenibile

Sommario: 1.1 Le proposte della letteratura sul concetto di *Corporate Social Responsibility* 1.2 Il legame tra responsabilità sociale d'impresa e sostenibilità 1.3 Il nuovo volto *green* della finanza 1.4 Gli strumenti di finanza sostenibile: *use-proceeds based* e *general corporate purpose-based*

1.1 Le proposte della letteratura sul concetto di *Corporate Social Responsibility*

Nell'ultimo decennio il tema della *Corporate Social Responsibility* (CSR) ha assunto ormai una posizione centrale all'interno del mondo accademico, istituzionale ed imprenditoriale.

In realtà, questo concetto ha radici molto lontane, pur facendolo rientrare a pieno titolo nella letteratura accademica a partire dal 1950. È dall'inizio del XX secolo, infatti, che la presa di coscienza delle possibili conseguenze etiche, sociali e ambientali di un'attività economica portata avanti senza freni, porta allo sviluppo del concetto di CSR. Con tale espressione però, in quegli anni, si era soliti riferirsi piuttosto che all'aspetto ambientale, a quello sociale, tanto da preferire l'espressione *Social Responsibilities*.

Invero, nel 1953 Bowen scrive sulla *Social Responsibilities of the Businessman* in cui l'autore, con dubbi e domande¹ che escludono aprioristicamente la figura della donna

¹ (Bowen, H. R, 1953): "Are businessmen, by virtue of their strategic position and their considerable decision-making power, obligated to consider social consequences when making their private decisions? If so, do they

d'affari, come si evince chiaramente dal titolo, apriva le porte ad un lungo dibattito sulle questioni di genere nell'ambito della CSR, che ha portato alla nascita di un vero e proprio filone di studi noto come *Gender Social Responsibilities* (GSR). La maggior parte degli studi a riguardo hanno sostenuto che in presenza di un numero maggiore di donne le aziende risultano essere più socialmente responsabili (Bear et al. 2010; Bernardi & Threadgill 2010; Boulouta 2013; Fernandez-Feijoo et al. 2013; Frias-Aceituno et al. 2013; Setó-Pamies 2013, Larrieta-Rubín de Celis et al. 2015). Le donne, infatti, avevano spesso un background più forte all'interno di aziende senza scopo di lucro, solitamente realtà di piccole dimensioni, dove ricoprivano il ruolo di CEO, inoltre, erano il più delle volte le uniche ad avere un dottorato di ricerca; infine, alcuni ricercatori hanno individuato una relazione positiva tra la reputazione aziendale e la *diversity* del *board of directors* anche nella cd. teoria dei segnali: il numero delle donne presenti all'interno del consiglio di amministrazione fungerebbe cioè da segnale per gli osservatori esterni dell'essere in presenza di un'azienda attenta alle minoranze e pertanto socialmente responsabile.

Il concetto di responsabilità sociale, come poc'anzi accennato, viene definito per la prima volta da Bowen come l'insieme degli obblighi che un *businessmen* ha nel perseguire politiche, nel prendere decisioni o nel seguire determinate linee di azione desiderabili – in termini di valori ed obiettivi – per la nostra società². In questa definizione, la prima ad aprire le porte ai tanti contributi che si sono susseguiti nel tempo, si pone l'accento sull'obbligo che l'uomo d'affari si assumeva per il solo fatto di voler essere considerato “socialmente responsabile”, elemento che presto viene messo in ombra da Davis (1973) che, tra gli aspetti

have social responsibilities that transcend obligations to owners of stockholders? The answer to both these questions is clearly yes”.

² (Bowen, H. R, 1953): “*The obligations of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society.*”

chiave della RSI, pone proprio quello della “volontarietà”, di cui si vedrà nel paragrafo successivo.

Nonostante le pressioni esercitate nel tentativo di sensibilizzare la collettività verso questi temi, nel corso degli anni sono ancora numerosi gli studiosi che si mostrano contrari a questo tipo di attività che vengono considerate, anzi, per lo più inappropriate. Tra tutti, Friedman (1970) sostiene che un’azienda attenta alle attività di CSR farebbe un uso improprio del denaro, solo per soddisfare un interesse collettivo.

Il dibattito sulla CSR avanza in una direzione nuova quando il Comitato per lo Sviluppo Economico (Committee for Economic Development, CED) riconosce per la prima volta che l’impegno delle imprese deve essere necessariamente anche quello di soddisfare i bisogni della società³, visione che si inizia a contemplare anche grazie al contributo di Baumol (1970) nel quale l’autore analizza fino a che punto effettivamente sia accettabile che un’azienda debba coinvolgersi in problemi di tipo sociale.

Da questo momento in poi inizia a diffondersi l’espressione “*Corporate Social Responsibility*” che, tuttavia, non trova una precisa definizione per lungo tempo. Più volte questo concetto, infatti, è stato utilizzato attribuendogli significati diversi, essendo per anni al centro di un intenso dibattito. Il primo autore a dare una definizione della CSR è Carroll (1979) che identifica quattro facce della CSR: economica, legale, etica e volontaria (o filantropica)⁴. Ciò porta a comprendere che la CSR deve necessariamente tradursi in un principio di multifinalità. L’impresa deve perseguire, accanto alla finalità economica, una finalità sociale: si deve impegnare a distribuire il valore creato tra i diversi *stakeholder*,

³ (Committee for Economic Development 1971, p. 11): “*Business functions by public consent, and its basic purpose is to serve constructively the needs of society – to the satisfaction of society*”

⁴ (Carroll, 1979: “*The social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time*”

attraverso la riduzione dell'impatto ambientale (responsabilità comunitaria) ed un atteggiamento di tipo solidaristico verso la società in genere (finalità filantropica).

A partire da allora, si sono susseguiti una serie di eventi che pur non essendo direttamente correlati alla CSR e di conseguenza legati all'evoluzione del concetto, sono sicuramente rappresentativi di un crescente senso di consapevolezza che la comunità internazionale ha iniziato a maturare rispetto alla tutela dell'ambiente e allo sviluppo sostenibile, e indirettamente anche ai comportamenti aziendali. Tra questi sicuramente si ricorda la creazione della Direzione Generale dell'Ambiente della Commissione Europea (1981), l'istituzione della Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo (World Commission on Environment and Development, WCED) presieduta dal primo ministro Gro Harlem Brundtland (1983), il disastro nucleare di Chernobyl (1986), la pubblicazione del rapporto *Our Common Future* (1987) presentato dalla Commissione Brundtland col quale si formula una vera e propria linea guida⁵ per lo sviluppo sostenibile, tutt'oggi ancora valida.

Nel corso degli anni '90 la CSR matura un appeal internazionale che probabilmente altro non è che il risultato del processo di globalizzazione in atto. Carroll (2015) infatti spiega che le multinazionali in questo decennio si ritrovano ad affrontare numerosi problemi sociali

⁵ (Brundtland, 1987): *"A global agenda for change" - this was what the World Commission on Environment and Development was asked to formulate. It was an urgent call by the General Assembly of the United Nations: • to propose long-term environmental strategies for achieving sustainable development by the year 2000 and beyond; • to recommend ways concern for the environment may be translated into greater co-operation among developing countries and between countries at different stages of economical and social development and lead to the achievement of common and mutually supportive objectives that take account of the interrelationships between people, resources, environment, and development; • to consider ways and means by which the international community can deal more effectively with environment concerns; and • to help define shared perceptions of long-term environmental issues and the appropriate efforts needed to deal successfully with the problems of protecting and enhancing the environment, a long term agenda for action during the coming decades, and aspirational goals for the world community."*

utilizzando pratiche totalmente nuove, più adatte alle nazioni di riferimento⁶. Il processo di globalizzazione spinge le società ad essere più attente riguardo la propria reputazione, competitività e di certo una rete molto più ampia di stakeholder. La diretta conseguenza di tale processo è l'espansione e accelerazione del dibattito su un'enorme varietà di tematiche che, tuttavia, rendono ancor più indefiniti e poco chiari i confini del concetto di CSR, in effetti privo di una definizione riconosciuta e accettata a livello globale (Lantos, 2001).

Un vero e proprio passo verso l'istituzionalizzazione della CSR si compie nel 1992 con la nascita della *Business for Social Responsibility* (BSR) a cui aderiscono 51 aziende con l'obiettivo di diventare una "forza per un cambiamento sociale positivo - una forza in grado di preservare e ripristinare le risorse naturali, garantire la dignità umana e l'equità e operare in modo trasparente".

Tuttavia, ancora oggi non vi è una definizione globalmente riconosciuta di *Corporate Social Responsibility*. Uno dei tentativi più riusciti risale sicuramente al Libro Verde della Commissione Europea del luglio 2001 che definisce la CSR come «integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali ed ecologiche nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate» (Commissione delle Comunità Europee, 2001). Da questa definizione sono individuabili i tre fattori attorno ai quali si sono sviluppati nel tempo diversi dibattiti. Primo tra tutti la «volontarietà», un individuo sarà considerato socialmente responsabile quando i suoi comportamenti non saranno dettati da un'imposizione della legge ma dall'unico obiettivo di produrre delle externalità positive. Gli altri due fattori circoscrivono il campo d'applicazione della CSR. Da un lato, la dimensione interna a cui si riferiscono «le preoccupazioni sociali ed ecologiche»,

⁶ (Carroll, 2015): "In the U.S., multinational corporations extended their businesses globally; at the same time, CSR was exported abroad as global capitalism expanded rapidly during the decade, never to turn back. The challenge managers faced was to identify and respond to social issues abroad by utilizing both accepted and novel policies and practices that would be suitable in host nations."

infatti, l'azienda si preoccuperà di realizzare prodotti eco-compatibili e più in generale di adattare il sistema produttivo alla logica della tutela ambientale; dall'altro con le «parti interessate», ci si riferisce alla capacità dell'azienda di adottare pratiche socialmente responsabili con i diversi stakeholder, intesi come tutti i portatori d'interesse, con cui entra a contatto. Tuttavia, questa seconda parte della definizione appare molto ristretta se solo si mettono a confronto le “preoccupazioni” che potevano aversi nel 2001 rispetto a quelle odierne⁷.

Nel 2011 la Commissione Europea ha proposto una nuova definizione di CSR come «la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società⁸». Secondo Adriani (2020), questa nuova definizione riprende tutti i principali elementi della precedente e li proietta in un visone più ampia. La volontarietà è un elemento dato ormai per scontato, tanto che non è stato necessario menzionarlo nuovamente. Per quanto riguarda invece quelle che prima erano le preoccupazioni sociali ed ecologiche sono ora diventate nella nuova definizione una generale responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società. Dunque, seppure la portata della definizione sia più ampia, si tenta di risolvere il problema di dover fare un elenco di tutte le “preoccupazioni sociali ed ecologiche” che inevitabilmente non avrebbe mai potuto essere esaustivo.

⁷ (Adriani, 2020): “Si tratta di un riferimento ancora pienamente attuale, tuttavia, troppo ristretto rispetto alle molte altre issues che dal 2001 sono emerse a livello globale. Vi sono infatti molti altri ambiti nei quali le imprese possono produrre esternalità positive, con un atteggiamento orientato alla CSR, che esulano da queste due. Inoltre, va considerato che mentre le preoccupazioni ecologiche sono abbastanza ben definibili, quando parliamo di esigenze sociali, il campo si allarga a dismisura ed è più difficile individuare pratiche e metodi di rendicontazione.”

⁸ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, Bruxelles, 2011, p. 7.

1.1.1 La CSR tra “*doing good*” e “*avoiding bad*”

Il dibattito sulla *Corporate Social Responsibility* ha promosso sin da subito un’interazione (positiva) tra imprese e società. Tuttavia, il focus predominante è stato principalmente quello del “fare del bene” (traduzione letterale di “*doing good*”) senza soffermarsi abbastanza o quantomeno rendere maggiormente nota l’importanza della *corporate social irresponsibility* (CSI). Ciononostante, le aziende hanno l’ulteriore fondamentale responsabilità di praticare la dimensione dell’“evitare il male” (traduzione letterale di “*avoiding bad*”). Essere attenti a questa dimensione significa, infatti, prevenire la CSI e far sì che le aziende possano essere percepite come socialmente responsabili.

Il motivo principale per cui il dibattito si è incentrato sul “fare del bene” piuttosto che sull’“evitare il male” sembra rinvenirsi nella maggiore attrattività che il “*doing good*” attribuisce ad un’azienda e in un’immagine più responsabile di quest’ultima, se impegnata in attività che contribuiscono al benessere della collettività. Secondo Davis (1973), la responsabilità sociale inizia dove finisce la legge infatti “evitare il male” è ritenuto per lo più scontato. Un’azienda non si può definire socialmente responsabile solo perchè rispetta quel minimo richiesto dalla legge, perché questo è quello che farebbe qualsiasi buon cittadino. Una società che mira alla massimizzazione del profitto seguendo le regole dell’economia classica farebbe altrettanto. La responsabilità sociale fa un passo ulteriore: è l’accettazione da parte dell’azienda di un’obbligazione sociale che va al di là dei requisiti di legge⁹.

L’irresponsabilità aziendale si verifica quando la gestione strategica degli stakeholder diventa non più una pratica neutrale, bensì una pratica immorale, basata sull’inganno e la

⁹ (Davis, 1973): “It means that social responsibility begins where the law ends. A firm is not being socially responsible if it merely complies with the minimum requirements of the law, because this is what any good citizen would do. A profit maximizing firm under the rules of classical economics would do as much. Social responsibility goes one step further. It is a firm's acceptance of a social obligation beyond the requirements of the law.”

manipolazione delle parti coinvolte¹⁰. Tuttavia, l'idea secondo cui i comportamenti irresponsabili siano semplicemente l'opposto della CSR, lascia alcune zone grigie e porta di conseguenza a domandarsi a quali condizioni effettivamente un'azienda sia considerabile irresponsabile o meno. Tale incertezza favorisce comportamenti ipocriti da parte delle società che possono rivendicare il proprio operato come socialmente responsabile pur essendosi impegnate intenzionalmente in attività di CSI dannose. Da alcuni studi (Carlos & Lewis, 2018; Efron et al. 2015) è infatti emerso che l'assenza di chiarezza nella relazione tra CSR e CSI fa sì che l'azienda affermi di essere, o di fare, ciò che in realtà non è e non sta facendo.

Peraltro, è possibile distinguere tra un'irresponsabilità di tipo intenzionale e non intenzionale. Con la prima, si compiono deliberatamente azioni che danneggiano la collettività, solitamente col fine di ottenere più elevati profitti (si pensi allo smaltimento illegale di rifiuti). In questi casi, le aziende compiono grossi sforzi per nascondere questo tipo di comportamento che altrimenti causerebbe ingenti costi. L'irresponsabilità non intenzionale è come si può facilmente intuire, frutto di una serie di sfortunati eventi.

1.2 Il legame tra responsabilità sociale d'impresa e sostenibilità

I concetti di responsabilità sociale d'impresa e sostenibilità sono strettamente correlati tra loro, motivo per cui spesso – erroneamente – sono stati utilizzati come sinonimi. In realtà, la diffusione dell'espressione “sviluppo sostenibile” ha determinato la sovrapposizione di queste due nozioni che presentano una differenza sostanziale: è la CSR a rappresentare un mezzo, da solo non sufficiente, utile al raggiungimento della sostenibilità. Pertanto, quando

¹⁰ (Greenwood, 2007): “*Corporate irresponsibility occurs when the strategic management of stakeholders does not remain responsibility-neutral practice but becomes an immoral practice based on the deception and manipulation of stakeholders.*”

si parla di sviluppo sostenibile è bene ricordare che non c'è sviluppo senza sostenibilità, ma ancor prima, non può esserci sviluppo sostenibile senza un forte impegno da parte delle imprese nella CSR.

Il primo tentativo di dare una definizione di “sviluppo sostenibile” viene fatto risalire al 1987 quando la Commissione mondiale per l'ambiente e lo sviluppo (*World Commission on Environment and Development*) su mandato delle Nazioni Unite, attraverso il Rapporto Brundtland noto come “*Our common future*” lo descrive come:

«Lo sviluppo che soddisfi i bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri»¹¹.

Questa definizione ha però incontrato la critica di non pochi studiosi. Diesendorf (2000) la considera per lo più limitata. Infatti, secondo l'autore ci si concentra soltanto sui bisogni e sui desideri umani, addirittura equiparandoli. Non si distingue in maniera chiara tra i diversi tipi di struttura economica, sembra per questo affermare che la crescita consista in una forma di crescita economica tale da danneggiare l'ambiente naturale¹².

Ancora, secondo Jacobs (1995) l'espressione “sviluppo sostenibile” così come anche altri termini politici, ad esempio “democrazia”, ha un significato ampiamente accettato ma vago,

¹¹ Nello specifico, il paragrafo 3 dal titolo “*Sustainable development*” così recita: “L'umanità ha la capacità di rendere sostenibile lo sviluppo per garantire che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni. Il concetto di sviluppo sostenibile implica limiti, non limiti assoluti, ma limiti imposti dall'attuale stato della tecnologia e dell'organizzazione sociale delle risorse ambientali e dalla capacità della biosfera di assorbire gli effetti di attività umane. Ma la tecnologia e l'organizzazione sociale possono essere sia gestite che migliorate per far posto a una nuova era di crescita economica. La Commissione ritiene che la povertà diffusa non sia più inevitabile. La povertà non è solo un male in sé, ma lo sviluppo sostenibile richiede di soddisfare i bisogni primari di tutti e di estendere a tutti l'opportunità di realizzare le proprie aspirazioni per una vita migliore. Un mondo in cui la povertà è endemica sarà sempre soggetto a catastrofi ecologiche e di altro tipo.”

¹² (Diesendorf, 2000): “*The Brundtland Report's definition is limited in several ways. As part of a political document (in the sense of involving power structures in international relations), the definition appears to equate “needs” with “wants” and to assume that economic growth is necessarily part of development. Because it does not clearly distinguish between different types of economic structure, it appears to support growth in the use of materials and energy, a form of economic growth that damages the natural environment. The definition does not mention the natural environment explicitly, focusing only on human needs or wants.*”

all'interno del quale ci sono diverse interpretazioni del concetto, interpretazioni seppur legittime, incompatibili tra loro.

Merle Jacob (1994) considerava questa, una definizione di tipo esclusivamente operativo, trattandosi di fatto di un vero e proprio elenco delle operazioni rientranti nel concetto di sviluppo sostenibile, e sosteneva che era per di più priva di sostanza, principalmente perché tali operazioni non venivano poi specificate. Dunque, una definizione di questo tipo avrebbe portato facilmente ad interpretazioni multiple.

Il concetto di “sviluppo sostenibile” nasce dall'esigenza di conciliare il rispetto ambientale e lo sviluppo economico, necessario per la crescita, intesa quale incremento di beni e servizi che il sistema economico dovrà garantire per soddisfare i bisogni della popolazione. Ciò che emerge è l'imprescindibile esigenza di raccomandare alle generazioni del presente un razionale impiego delle risorse, solo in questo modo è possibile garantirne la condivisione con le generazioni future.

L'epoca attuale è stata definita dagli studiosi Antropocene¹³, un periodo storico in cui le azioni e le scelte umane incidono significativamente sui cambiamenti del pianeta. Secondo Crutzen (2006), quest'era rappresenta la capacità dell'umanità di intervenire a pieno sui limiti naturali. D'altra parte, è proprio questa capacità a racchiudere l'essenza dello sviluppo, senza del quale e non solo - senza l'ingegnosità e la creatività dell'essere umano - non potrebbe essere garantita la crescita. Fatta questa premessa, diviene più semplice individuare il paradosso dello sviluppo sostenibile (Latouche, 2003; Fey and Lam, 2011; Gupta, 2017). Parlare di sviluppo *tout court* significa, infatti, parlare di una delle cause principali

¹³ Il termine deriva dal greco ἄνθρωπος (“uomo”) con l'aggiunta del suffisso -cene che è il secondo elemento di termini composti in geologia. Si tratta di una parola piuttosto nuova, la cui diffusione si deve al libro “Benvenuti nell'Antropocene” di Paul Crutzen nel 2002. La caratteristica di quest'epoca è la straordinaria potenza dell'azione umana, tanto che la Treccani la definisce come “l'epoca geologica in cui l'ambiente terrestre è fortemente condizionato sia a scala locale sia a scala globale dagli effetti dell'azione umana”. Si è ancora incerti sul quando stabilire l'inizio di quest'era geologica, ma si è per lo più concordi sul farla risalire a 70 anni fa assieme alle grandi esplosioni nucleari.

dell'insostenibilità ma, allo stesso tempo, il genere umano si appella ad esso per affrontare le innumerevoli sfide socio-economico-ambientali. Pertanto, è l'aggettivo “sostenibile” a rendere lo sviluppo socialmente condiviso ed a produrre speranza per il futuro. Lo sviluppo sostenibile rappresenta una panacea contro l'insostenibilità: uno sviluppo coerente a livello micro con la *Corporate Social Responsibility* ed a livello macro con l'Agenda 2030 e i relativi 17 SDGs¹⁴.

1.2.1 Dall'Agenda 2030: una cooperazione di livello internazionale

Un passaggio essenziale nello sviluppo del concetto della CSR si verifica il 25 settembre 2015, quando sulla base degli obiettivi di sviluppo del millennio (The Millennium Development Goals, MDGs) viene sottoscritto un programma d'azione da 193 governi membri dell'ONU, noto come Agenda 2030 col quale vengono prefissati 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS), i cd. *Sustainable Development Goals* (SDGs) con cui mettere in atto la “trasformazione del nostro mondo” verso un futuro più equo e pacifico (Nazioni Unite, 2015).

Questi 17 obiettivi globali per lo sviluppo sostenibile stimolano "l'azione nei prossimi 15 anni in aree di importanza critica per l'umanità e il pianeta" (ONU, 2015). I temi a cui si riferiscono tali obiettivi sono molteplici e legati ad aspetti importanti della sostenibilità, come povertà, discriminazioni, cambiamenti climatici, protezione dell'ambiente naturale, istruzione e problemi relativi al lavoro (Tabella 1.1).

¹⁴ Il Bosco Verticale di Milano, ad esempio, è stato scelto come immagine di riferimento per l'undicesimo Sustainable Development Goals (SDGs) – rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili – delle Nazioni Unite. Si tratta di grattacieli che contengono alberi su tutti i terrazzi esterni, formando una vera e propria foresta verticale; Lo scopo di questi alberi non è solo quello di abbattere le polveri e migliorare l'aria, ma anche quello di combattere il cambiamento climatico e non solo, si tratta anche di un discorso di benessere, salute, lo stare nel verde in città consente di riavvicinare la città al bosco.

Tabella 1.1 I 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (OSS)

OSS	Definizione	Descrizione
OSS_1	Povert� zero	Sradicare la povert� in tutte le sue forme e ovunque nel mondo
OSS_2	Fame zero	Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare l'alimentazione e promuovere l'agricoltura sostenibile
OSS_3	Buona salute e benessere per le persone	Garantire una vita sana e promuovere il benessere di tutti a tutte le et�
OSS_4	Educazione paritaria e di qualit�	Garantire un'istruzione di qualit� inclusiva ed equa e promuovere opportunit� di apprendimento continuo per tutti
OSS_5	Parit� di genere	Raggiungere l'uguaglianza di genere e l'autodeterminazione di tutte le donne e ragazze
OSS_6	Acqua pulita e servizi igienico-sanitari	Garantire la disponibilit� e la gestione sostenibile di acqua e servizi igienici per tutti
OSS_7	Energia pulita e accessibile	Garantire l'accesso all'energia a prezzo accessibile, affidabile, sostenibile e moderna per tutti
OSS_8	Lavoro dignitoso e crescita economica	Promuovere una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, la piena occupazione e il lavoro dignitoso per tutti
OSS_9	Industria, innovazione e infrastrutture	Costruire un'infrastruttura resiliente, promuovere l'industrializzazione inclusiva e sostenibile e sostenere l'innovazione
OSS_10	Ridurre le disuguaglianze	Ridurre le disuguaglianze all'interno dei e fra i paesi
OSS_11	Citt� e comunit� sostenibili	Rendere le citt� e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili
OSS_12	Consumo e produzione responsabili	Garantire modelli di consumo e produzione sostenibili
OSS_13	Agire per il clima	Adottare misure urgenti per combattere i cambiamenti climatici e le loro conseguenze
OSS_14	La vita sott'acqua	Conservare e utilizzare in modo sostenibile gli oceani, i mari e le risorse marine

OSS_15	La vita sulla terra	Proteggere, ripristinare e promuovere l'uso sostenibile degli ecosistemi terrestri, gestire in modo sostenibile le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e invertire il degrado dei suoli e fermare la perdita di biodiversità
OSS_16	Pace, giustizia e istituzioni forti	Promuovere società pacifiche e inclusive orientate allo sviluppo sostenibile, garantire a tutti l'accesso alla giustizia e costruire istituzioni efficaci, responsabili e inclusive a tutti i livelli
OSS_17	Partnership per gli obiettivi	Rafforzare le modalità di attuazione e rilanciare il partenariato globale per lo sviluppo sostenibile

Fonte: elaborazione personale

Inoltre, l'Agenda 2030 propone 169 target e una serie di indicatori per aiutare i paesi a monitorare il loro contributo ai 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (Le Blanc, 2015; Salvia et al., 2019).

Si riconosce a tutti gli effetti che temi diversi come la povertà, la fame, la salute, l'istruzione, l'uguaglianza di genere, il degrado ambientale, sono strettamente correlati. In quanto tali, i 17 OSS formano un sistema integrato, cioè, riconoscono che l'azione compiuta in un'area influenzerà necessariamente i risultati che possono raggiungersi in un'altra e che lo sviluppo sostenibile deve equilibrare gli aspetti sociali, economici e ambientali (Nilsson, Griggs e Visbeck, 2016).

Infatti, gli OSS vengono considerati come un "tutto indivisibile", un sistema integrato di obiettivi che possono essere raggiunti solo insieme. A tal proposito, il recente contributo di Bornemann e Weiland (2021) analizza la nozione di integrazione delle politiche nel contesto dell'Agenda 2030 e degli SDGs sullo sfondo del discorso storico sulla sostenibilità: quest'ultima era dominata dal concetto di integrazione delle politiche ambientali. L'Agenda

2030 si discosta da quest'approccio piuttosto unidirezionale promuovendo un'integrazione globale, reciproca e complessa. Si parte dunque analizzando l'interazione degli obiettivi e successivamente si individuano gli obiettivi prioritari che rappresentano il punto di partenza per il miglioramento del sistema di obiettivi complessivo.

Brand, Furness e Keijzer (2021) reputano l'Agenda 2030 complessa e difficile da attuare perché, nonostante l'enfasi sull'integrazione degli obiettivi, gli interessi politici sottostanti dei diversi attori rimarranno fondamentalmente incompatibili.

Molto interessante è il punto di vista di Telleria e Garcia-Adras (2021) i quali hanno sostenuto che l'Agenda 2030 non è un quadro generale e neutrale che ogni paese può applicare secondo i suoi bisogni e interessi; al contrario, è un dispositivo ideologico che condiziona il modo in cui ciascuno affronta i problemi globali imponendo dei limiti impliciti sia ontologici che politici. Ancora, secondo gli autori, l'Agenda 2030 sta distogliendo in realtà l'attenzione dai problemi reali che l'umanità dovrà affrontare nel corso del XXI secolo. Al momento, la sfida non consiste nel superare un "minaccioso altro" per raggiungere gli obiettivi comuni dell'umanità, come propone l'agenda. Piuttosto, la sfida è trovare il modo di gestire principi, interessi e obiettivi che pur essendo legittimi sono necessariamente diversi e persino contraddittori per garantire una convivenza pacifica e rispettosa. Evocare un'umanità omogenea e, di conseguenza, presumere l'esistenza di principi, interessi e obiettivi comuni può essere motivazionale e stimolante. Può aiutare a credere che le persone possano essere mobilitate insieme per trasformare il mondo. Tuttavia, si tratterebbe di un'analisi estremamente semplicistica che non aiuta ad aprire gli occhi sul fatto che i problemi non vengono da un "altro" orribile, ma da "noi stessi"¹⁵.

¹⁵ (Telleria et al., 2022): *"The 2030 GDA constructs a fantasmatic explanation of international development and sustainability issues that conceals the antagonistic dimension of social, political and economic issues. In this sense, the 2030 GDA is not a general and neutral framework that each country can apply according to its needs and interests; on the contrary, it is an ideological device that conditions the way we tackle global*

Mentre i precedenti otto MDG si sono concentrati principalmente sui paesi in via di sviluppo, gli SDG sono applicabili a tutti i paesi, anzi vi è un'implicita richiesta di collaborazione: l'azione collettiva internazionale è una condizione necessaria per il loro raggiungimento. L'Agenda 2030 non è altro che il risultato di tutte le lezioni apprese e di tutti i problemi individuati in precedenza con gli MDG. Strettamente connesso al tema delle interazioni è la nozione di partenariato per l'attuazione dell'obiettivo 17 che si concentra esplicitamente sul "rafforzamento dei mezzi di attuazione e sul rilancio del partenariato globale per lo sviluppo sostenibile". Esso mette in luce come «incoraggiare e promuovere partenariati pubblici, pubblico-privati e della società civile efficaci» (Nazioni Unite, 2015) possa portare quelle istituzioni e strutture di governance ideali per l'attuazione di tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile. Un secondo principio per migliorare il potenziale delle interazioni degli SDG è l'SDG 16 ("pace, giustizia e istituzioni forti") che sottolinea l'importanza del "buon governo". Secondo Monkelbaan (2019) il buon governo promuove responsabilità, trasparenza, efficienza a tutti i livelli, nonché una gestione efficiente delle risorse umane, naturali ed economiche per lo sviluppo sostenibile¹⁶.

problems by imposing implicit ontological and political limitations. [...] In general terms, the analysis above shows that the 2030 GDA is diverting our attention from the real problems that humankind will face during the 21st century. At the moment, the challenge is not how to overcome the threat of a menacing 'Other' in order to achieve the common objectives of humankind, as the agenda proposes. Rather, the challenge is to find the way to manage diverse, different, and even contradictory legitimate principles, interests and objectives within a peaceful and respectful coexistence. Evoking a homogeneous humankind and, accordingly, assuming the existence of common principles, interests and aims may be motivational and inspiring. It can help to believe that people can be mobilized together to transform the world. However, the world is different to the post-war international order where the UN was created and, accordingly, the oversimplistic diagnosis proposed by the 2030 GDA agenda does not help in realizing that the problems do not come from a horrific other, but from 'Us'".

¹⁶(Monkelbaan, 2019): "Good governance focuses on processes of decision-making and their institutional foundations and encompasses values such as enhanced participation and inclusion, transparency, accountability and access to information, and respect for human rights and the rule of law. Effective governance is linked to institutional problem-solving capacity, technology, expertise and financial resources and the ability to engage in long-term planning in the face of interconnected problems. Equitable governance focuses attention on distributional outcomes and equitable treatment, especially of the very poor and marginalized. Integrated or coherent governance, which can be seen as a fourth and overarching governance need for the SDGs, requires taking into account all three aspects of good, effective and equitable governance. The SDGs show the need for integrated governance and coherence in the work of different IGOs because SDG issue areas and stakeholders are linked in numerous ways".

L'Agenda 2030 e gli SDGs, dunque, rappresentano un punto di riferimento a livello mondiale per la transizione verso lo sviluppo sostenibile, richiedendo implicitamente la trasformazione delle strutture istituzionali in ogni paese e uno sforzo da parte dei governi, della società, delle imprese e del mondo accademico.

Gli obiettivi di sviluppo sostenibile e l'Agenda 2030 si basano su un nuovo approccio di governance chiamato “governance attraverso gli obiettivi”, traduzione letterale di *governance through goals* (Biermann et al., 2017; Fukuda-Parr, 2014). La “governance attraverso obiettivi”, a differenza della “governance attraverso regole”¹⁷, procede coinvolgendo un gran numero di parti interessate, tra cui i rappresentanti dei settori industriali, delle città, della scienza, e non solo, per identificare sfide comuni e fissare gli obiettivi generali (Kanie et al., 2019)¹⁸. È importante precisare che la successiva concretizzazione e attuazione di questi obiettivi è poi a discrezione degli attori che si trovano ai vari livelli di governance.

Dunque, la previsione degli obiettivi di sviluppo sostenibile avvia soltanto in prima battuta il processo di trasformazione della società ma l'effettivo cambiamento e progresso dipende da come il contesto nazionale traduce le ambizioni globali e soprattutto le adatta alle proprie esigenze.

1.2.2 Il *Green Deal* Europeo

L'11 dicembre 2019 la Commissione Europea ha promulgato, in risposta alla crisi climatica in atto, una comunicazione che definisce il *Green Deal* europeo (*European Green Deal*,

¹⁷ Il *rule-based approach* si basa su regolamenti, sul monitoraggio, sui processi di risoluzione delle controversie e su sanzioni in caso di trasgressione.

¹⁸ (Kanie et al., 2019): “*Governance through goals*”, by contrast to *governance through rules*, proceeds by engaging a broad set of stakeholders, including representatives of industrial sectors, cities, science, indigenous groups, and others, in identifying common challenges and setting broad targets.”

EGD). L'EGD oltre a reagire alle numerose forme di degrado ambientale che si sono diffuse negli ultimi anni, si propone di trasformare l'Unione europea in un paese decarbonizzato, efficiente sotto il profilo delle risorse, ecologico e socialmente equo.

In quanto nuova strategia di crescita dell'UE, essa comporta una serie di misure volte a «trasformare l'UE in una società equa e prospera, con un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva in cui non ci sono emissioni nette di gas serra nel 2050 e dove la crescita economica è disaccoppiata dall'uso delle risorse¹⁹».

In altre parole, il *Green Deal* Europeo è la risposta dell'UE a una crisi climatica e ambientale in netto peggioramento e rappresenta il principale strumento dell'UE per realizzare gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite per il 2030. Rappresenta, infatti, il piano fondamentale dell'UE per un futuro più sostenibile in cui la crescita economica non pregiudichi l'ambiente e una tabella di marcia completa per raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050.

Gli obiettivi dell'EGD, che rappresentano i suoi elementi costitutivi, sono raggruppabili in quattro categorie:

1. Raggiungere la neutralità climatica entro il 2050 con la prospettiva di concordare un obiettivo di riduzione del 50-55% (noto come “Fit for 55”) per il 2030.
2. Garantire il passaggio da un'economia lineare a un'economia circolare. In un'economia circolare, il sistema economico è in grado di rigenerarsi. Mentre nel modello lineare le risorse vengono semplicemente estratte, elaborate, utilizzate e smaltite, l'economia circolare prevede l'integrazione di fasi di produzione,

¹⁹ European Commission (2019) The European Green Deal. COM (2019) 11 December 2019, Brussels, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication_en.pdf: “*The European Green Deal is a response to these challenges. It is a new growth strategy that aims to transform the EU into a fair and prosperous society, with a modern, resource-efficient and competitive economy where there are no net emissions of greenhouse gases in 2050 and where economic growth is decoupled from resource use.*”

trasformazione e consumo sostenibili ed in questo modo si estende il ciclo di vita dei prodotti, i consumatori sono incentivati a riutilizzare e riparare i prodotti in modo da ridurre al minimo la produzione di rifiuti e infine, i prodotti o le materie prime secondarie verranno riciclati e recuperati come input per la produzione di nuovi prodotti. Affinché il modello di economia circolare funzioni, sia l'intera filiera che i modelli di consumo devono abbracciare i principi dello sviluppo sostenibile.

3. Conservazione dell'ambiente. L'EGD vuole intensificare le attività dell'UE esistenti nella protezione e nel ripristino della biodiversità dei nostri ecosistemi ambientali. Allo stesso tempo, l'EGD mira a ridurre i livelli di inquinamento, ridisegnare l'uso di prodotti chimici e pesticidi, stabilire nuovi standard per la qualità dell'aria e dell'acqua e aumentare gli incentivi per pratiche sostenibili e rispettose dell'ambiente in agricoltura.
4. Istituzione di un Fondo per una transizione giusta che faciliterà il percorso di aggiustamento per tutte quelle regioni più colpite dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di CO₂. Il meccanismo contribuirà a mobilitare almeno 65-75 miliardi di EUR nel periodo 2021-2027 a favore di persone e comunità, aziende e regioni per “non lasciare nessuno indietro”. Con una dotazione complessiva di 17,5 miliardi di EUR, il Fondo per una transizione giusta è il primo pilastro del meccanismo.

1.3 Il nuovo volto *green* della finanza

Il dibattito su come guidare la transizione verso la sostenibilità abbraccia diverse discipline. Determinanti nella fattibilità e velocità di questo passaggio sono numerosi aspetti, interconnessi tra loro, quali l'impegno politico, una regolamentazione efficace, i miglioramenti tecnologici, la ricerca scientifica, i flussi di investimento. In tale quadro, la

rilevanza della finanza in generale, e più nello specifico della finanza *green*, come aspetto essenziale del panorama della finanza sostenibile si fa sempre più forte.

La finanza verde, infatti, pur essendosi diffusa soltanto nell'ultimo decennio, oggi rappresenta uno dei principali tasselli nel raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile. A fungere da campanello d'allarme, tra le altre cose, il riscaldamento globale e le gravi conseguenze legate al cambiamento climatico, che hanno spinto tutte quelle realtà non abbastanza attente alla salvaguardia dell'ambiente, a contribuire contro la crisi ambientale globale. In tal senso, la finanza sostenibile rappresenta il primo vero tentativo strutturato della comunità finanziaria globale di coniugare la performance finanziaria con un impatto ambientale positivo, un segno concreto della volontà di adattare il sistema economico alla sfida ambientale.

La Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano, che ha creato l'UNEP nel 1972, non ha avuto un successo immediato, pertanto non è stato organizzato alcun evento simile fino al 1992, anno in cui si è tenuta la Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente e lo sviluppo, che ha dato il via alle molte iniziative ancora oggi al centro della maggior parte dei dibattiti globali sui cambiamenti climatici. In primo luogo, ha portato allo sviluppo dell'Agenda 21, un piano d'azione per le Nazioni Unite²⁰. Ne è poi derivata la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (in inglese *United Nations Framework Convention on Climate Change*, o UNFCCC), un trattato internazionale volto a “stabilizzare le concentrazioni di gas serra nell'atmosfera a un livello tale da prevenire pericolose interferenze antropogeniche con il sistema climatico”. A partire dal 1995, i paesi che hanno

²⁰ Agenda 21 è un documento di intenti ed obiettivi programmatici su ambiente, economia e società sottoscritto da oltre 170 paesi di tutto il mondo, durante la Conferenza delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo (UNCED) svoltasi a Rio de Janeiro nel giugno 1992. Tale documento è formato da 40 capitoli e suddiviso in 4 sezioni: dimensioni economiche e sociali, conservazione e gestione delle risorse per lo sviluppo, rafforzamento del ruolo delle forze sociali e strumenti di attuazione.

ratificato la Convenzione quadro delle Nazioni Unite hanno iniziato a riunirsi annualmente attraverso le cd. Conferenze delle Parti (COP).

La COP21 e il conseguente Accordo di Parigi consentono alla finanza verde di fare un ulteriore passo in avanti, e per la prima volta, l'attenzione della Conferenza delle Parti non ricade esclusivamente sui temi ambientali tradizionali, come la riduzione delle emissioni di gas serra e l'adattamento ai cambiamenti climatici, ma anche sulle sfide legate ai finanziamenti necessari alla transizione ambientale.

L'accordo mira a mantenere ben al di sotto dei 2 °C il riscaldamento medio globale rispetto ai livelli preindustriali e limitare l'aumento della temperatura al massimo a 1,5 °C. Inoltre, le parti si impegnano ad incontrarsi ogni cinque anni per potersi aggiornare sui progressi attraverso un sistema di rendicontazione trasparente e responsabile. Tuttavia, l'accordo è stato fortemente messo in discussione perché, nonostante la rilevanza dei temi a livello globale, da un lato non ci sono mezzi per verificare sistematicamente il raggiungimento degli obiettivi, dall'altro, un'analisi testuale del testo, lascia chiaramente intendere che l'accordo risulta giuridicamente vincolante solo in alcune parti.

Una delle Conferenze più significative in seguito all'Accordo di Parigi è la COP26²¹, tenutasi a Glasgow dal 31 ottobre al 12 novembre 2021, a cui hanno partecipato 200 paesi da tutto il mondo. Dalla Conferenza emerge che gli obiettivi sono ancora molto lontani dall'essere raggiunti e soprattutto che la tabella di marcia non è tuttora molto chiara. A tal proposito, sono quattro gli obiettivi²² principali fissati:

- 1) garantire zero emissioni nette globali di carbonio entro la metà del secolo, mantenendo l'aumento della temperatura ad un massimo di 1,5°C

²¹ <https://ukcop26.org/wp-content/uploads/2021/07/COP26-Explained.pdf>

²² Dal sito web <https://ukcop26.org/cop26-goals/>

- 2) adoperarsi per la protezione delle comunità e degli habitat naturali
- 3) mobilitare i finanziamenti
- 4) lavorare insieme per ottenere risultati

Non è da sottovalutare che la realizzazione di questi obiettivi richiederà ingenti finanziamenti, anzi, uno dei pochi aspetti su cui la letteratura concorda (Tavoni et al., 2015; Fankhauser et al., 2016; Haites, 2011; Olbrisch, Haites, Savage, Dadhich, & Shrivastava, 2011), è che esiste un ampio divario tra gli attuali flussi finanziari destinati a progetti sostenibili e quelli che sarebbero necessari per raggiungere gli obiettivi di stabilizzazione climatica a lungo termine²³.

La necessità di un sistema finanziario idoneo al raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi e dell'Agenda 2030 spinge la Commissione europea a costituire l'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance* (HLEG), un gruppo di 20 esperti di alto livello preposto ad elaborare linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile. In particolare, l'HLEG ha tra i principali incarichi quello di fornire consulenza alla Commissione su come orientare i flussi di capitali pubblici e privati verso investimenti sostenibili²⁴.

Il 31 gennaio 2018 l'HLEG pubblica il *final report* dal titolo *Financing a sustainable european economy* in cui individua alcune azioni prioritarie, tra cui la previsione di una tassonomia UE delle attività sostenibili, in modo da definire le aree in cui sono maggiormente necessari gli investimenti ed un'integrazione maggiore dei fattori ambientali, sociali e di governance (*Environmental, Social, Governance, ESG*) nelle decisioni di investimento. Le raccomandazioni racchiuse all'interno della relazione finale mirano a

²³ (Peake et Ekins, 2016): "Perhaps the only fact on which the literature is agreed, is that there exists a large climate finance "gap" – a gap between current climate-friendly financial flows, and those that would be needed to achieve long term climate stabilisation goals."

²⁴ European Commission, Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG)*, https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group_en, pubblicato il 28 ottobre 2016 (ultimo aggiornamento 3 luglio 2020).

guidare ed ispirare il Piano d'Azione sulla Finanza sostenibile (noto come *Action Plan*) che viene emanato l'8 marzo 2018. I macro-obiettivi che si prefigge il Piano d'azione sono 3:

- 1) Riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;
- 2) Gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;
- 3) Promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine.

Affinché si possa raggiungere il primo macro-obiettivo, sono state previste 5 linee d'azione: l'istituzione di una tassonomia a livello europeo delle attività sostenibili, l'individuazione di marchi che attestino il grado di sostenibilità dei prodotti finanziari *green* (questa misura aumenta, di fatto, la fiducia nel mercato sostenibile e agevola gli investitori nell'individuazione di tali prodotti), la promozione di investimenti in progetti sostenibili, l'integrazione di considerazioni in materia di sostenibilità nell'ambito della consulenza ed infine, l'elaborazione di indici di sostenibilità per ridurre il rischio di "*greenwashing*"²⁵.

Il secondo macro-obiettivo dell'Action Plan, che riguarda la gestione dei rischi, contempla 3 azioni: garantire che le agenzie di rating integrino adeguatamente i criteri ESG nelle loro valutazioni, chiarire meglio le norme dell'UE sugli obblighi degli investitori istituzionali di tener conto dei rischi di sostenibilità ed infine l'ottava azione del piano consiste in una migliore integrazione dei rischi climatici e degli altri fattori ambientali nella regolamentazione prudenziale. Alla promozione della trasparenza fanno riferimento le due ultime azioni del Piano che prevedono rispettivamente il rafforzamento della comunicazione in materia di sostenibilità e la promozione di un governo societario sostenibile.

²⁵ La dicitura *greenwashing* è stata coniata nel 1986 dall'ambientalista Jay Westervelt per criticare il modo in cui le catene alberghiere promuovessero il riutilizzo degli asciugamani attraverso lo slogan "Salviamo il pianeta", senza però adottare alcuna pratica effettivamente ecologica.

1.3.1 L'integrazione degli elementi ESG nei modelli di credit rating

In un recente articolo del *Financial Times* si parla di un “*moment of reckoning*”, cioè di una resa dei conti dei criteri ESG. L'acronimo ESG è stato introdotto nel 2004 quando in un report dell'ONU si chiedeva “una migliore inclusione dei fattori ambientali (*Environmental*), sociali (*Social*) e di governance (*Governance*) nelle decisioni di investimento”, ma ad oggi sono sorti alcuni dubbi riguardo quest'espressione, la cui vita utile sembra giungere al capolinea. In realtà, dal 2005 al 2018 è emerso che la parola ESG è stata nominata soltanto nell'1% delle *conference call*, percentuale che cresce rapidamente, tanto da arrivare al 20%, soltanto due anni dopo nel 2020. La crescente attenzione verso le tematiche ESG ha spinto le agenzie di *rating* a domandarsi se fosse realmente importante iniziare a considerare questi aspetti nelle valutazioni sul merito creditizio. Pertanto, ciò che ha catturato l'attenzione degli studiosi agli inizi riguardava soprattutto il rapporto tra i tre criteri in questione ed il rischio finanziario. Friede et al. (2015) hanno suggerito che le misure ESG non hanno un'influenza significativa sul valore di un'impresa e la loro implementazione non crea profitti finanziari aggiuntivi. Della stessa opinione sono Orlitzky et al., (2003), Revelli (2017) e Revelli e Viviani (2015) i quali sostengono che le misure ESG non sono importanti anche per gli investitori. Tuttavia, vi è anche una parte della letteratura che esprime un'opinione contraria, Bassen et al. (2006), Lee e Faff (2009), El Ghouli et al., (2011), Goss & Roberts (2011), Eccles et al. (2014), Verheyden et al. (2016) e Cheng et al. (2014) sostengono che la considerazione delle questioni ESG attenua il rischio a lungo termine e porta a migliori rendimenti e una diminuzione del costo del capitale. Secondo Eccles et al. (2014), le aziende che integrano fattori sostenibili nella loro strategia aziendale affrontano rischi inferiori e sono in grado di individuare e realizzare meglio le opportunità di business.

Polbennikov et al. (2016) esaminano la relazione tra punteggi di rating ESG e rating di credito, individuando una correlazione positiva tra punteggi elevati e rating del credito.

La possibile battuta d'arresto dell'acronimo ESG dipende da una serie di fattori "tossici" che al momento si crede potrebbero spazzare via una delle più grandi tendenze degli ultimi anni. Lo scoppio della guerra, ad esempio, ha determinato da un lato i rialzi su carbone, petrolio, gas, materie prime, dall'altro innescato il fattore "difesa": la sicurezza e la corsa agli armamenti è stata anteposta ai temi ambientali e sociali. Il *greenwashing* o ancora, il dibattito politico-culturale, mosso dalla convinzione che si tratti soltanto di una moda effimera.

L'acronimo ESG potrebbe, in un certo senso, aver suscitato un effetto di rifiuto dovuto alla sua sovraesposizione nell'ultimo decennio, potrebbe essere necessario raccontarne le opportunità (una prospettiva cioè maggiormente orientata verso l'*educational*), senza "limitarsi" a ribadire continuamente gli obblighi e rischi collegati. Inoltre, potrebbe essere necessario separare i tre concetti *environmental*, *social* e *governance* o quantomeno stabilire una scala di priorità dei tre fattori.

1.3.2 I servizi offerti dalle agenzie di rating ESG

Le agenzie di rating ESG esprimono un giudizio mediante l'assegnazione di un punteggio circa il grado di sostenibilità dell'azienda oggetto di finanziamento, si tratta di una vera e propria raccomandazione di acquisto o vendita di un determinato titolo o asset agli investitori. Le agenzie di rating sono in grado di colmare l'asimmetria informativa che inevitabilmente si viene a creare tra investitori e aziende investibili, asimmetria che spesso trattiene gli investitori a causa degli ingenti costi che dovrebbero sostenere per ottenere le informazioni necessarie. Inoltre, gli investitori sono in grado di limitare il rischio assunto dalle agenzie di rating per conto loro. Dal lato delle aziende il vantaggio consiste nella

possibilità di considerare questo punteggio, qualora non fosse quello auspicato, come un punto di partenza per migliorarsi e raggiungere coloro che sono considerati i *best in class*.

Per poter operare tali agenzie necessitano di un'autorizzazione da parte dell'*European Supervisor of credit rating agencies in the EU*" (ESMA), rilasciata solo in presenza di tutti i requisiti previsti dal regolamento 1060/2009.

Le agenzie di rating possono fornire due tipologie di servizi:

- *Unsolicited rating*: non vengono richiesti dalle aziende oggetto di valutazione bensì dagli investitori che vogliono ottenere informazioni utili ad orientarsi meglio nelle scelte di investimento e di conseguenza ne sostengono i costi. Poiché in questa situazione il costo non è sostenuto dalle aziende oggetto della valutazione, il rating emesso dovrebbe essere calcolato con maggiore imparzialità, tuttavia, l'agenzia di rating potrà utilizzare ai fini del calcolo soltanto la documentazione resa pubblica dall'azienda, di certo limitata.
- *Solicited rating*: è richiesto direttamente dall'azienda che ne sopporta anche i costi per conoscere il proprio posizionamento in ambito ambientale, sociale e di governance.

La consapevolezza dell'importanza di integrare queste tematiche nei propri investimenti ha portato una forte evoluzione della domanda di rating ESG. Allo stesso tempo ciò ha fatto emergere la necessità di introdurre delle misure di salvaguardia sugli strumenti di valutazione e sulle procedure di valutazione del rating affinché possano essere considerati attendibili. La necessità di regolamentare il rating ESG assieme alle procedure di valutazione è stata messa in luce anche in una lettera dell'ESMA alla Commissione Europea in cui

evidenza appunto la necessità di far andare di pari passo la crescita della domanda e dei requisiti normativi²⁶.

Secondo quanto esposto dall'ESMA, “dovrebbe essere sviluppata una definizione giuridica comune per un rating ESG che catturi l'ampio spettro di strumenti di valutazione attualmente disponibili sul mercato. Ciò garantirebbe che tutti i prodotti esistenti che mirano a fornire una valutazione del profilo ESG di un emittente o di un titolo, indipendentemente dall'obiettivo di misurazione specifico, siano soggetti allo stesso livello di base di tutele per la protezione degli investitori. Allo stesso tempo, un approccio ampio alla definizione di questi prodotti renderebbe questo quadro normativo a prova di futuro per quanto riguarda le innovazioni successive. L'esigenza di nuove normative in ambito sia internazionale che europeo non solo risponderebbe alle richieste di trasparenza degli investitori, ma definirebbe meglio la responsabilità che le agenzie di rating ESG devono assumersi nei confronti del mercato.

Questa esigenza sottolinea l'assenza di una disciplina in grado di regolamentare il loro comportamento durante lo svolgimento dell'attività svolta dalle agenzie di rating ESG, anche se tale questione era già emersa a metà del primo decennio degli anni Duemila con le CRA (*Credit Rating Agencies*), ossia le agenzie di rating creditizio, a seguito di alcuni scandali finanziari (Enron, Parmalat, Worldcom) che hanno portato ancor di più all'attenzione di questi soggetti. Il danno, che tali agenzie potrebbero arrecare agli investitori, nel fornire informazioni non corrette o non veritiere al termine dell'attività di monitoraggio, potrebbe essere irrimediabile.

²⁶ ESMA, Lettera Esma Alla Commissione Europea Sugli “Esg Rating Criteria”, 2021: “*However, we consider that increasing demand for assessments that provide insights on an entity's ESG profile should go hand in hand with safeguards that ensure the information referred to is robust and that the assessments are reliable so to prevent the risk of green-washing*”.

Un altro aspetto che lascia alcune perplessità sull'attendibilità dei rating ESG riguarda il fatto che tra le diverse agenzie sostenibili le metodologie di valutazione utilizzate per analizzare il comportamento ESG delle aziende differiscono notevolmente.

Billio et al. (2021), hanno condotto una ricerca su nove agenzie di rating ESG allo scopo di analizzare le metodologie che ciascuna di loro adotta per lo svolgimento delle attività. Ciò che emerge dallo studio è che mancano caratteristiche comuni, attributi e standard nella definizione delle componenti E, S e G. In secondo luogo, dimostrano che l'eterogeneità nel settore ESG può portare le agenzie ad avere opinioni opposte sulle valutazioni delle società. Inoltre, mostrano anche come definizioni alternative di ESG influenzano l'identificazione dei benchmark utilizzati²⁷.

1.3.3 Il principio di materialità nelle tematiche ESG

Come è stato poc'anzi osservato, nell'analizzare gli aspetti ESG le agenzie possono seguire metodologie diverse tra loro. Tuttavia, vi è un aspetto che le accomuna, e cioè, nonostante la varietà di metodologie da poter applicare, tutte prevedono l'analisi della materialità del rating. Effettuare un'analisi della materialità consiste nel considerare tutte quelle informazioni di natura non finanziaria "rilevanti" o "materiali", appunto, per il fatto di fornire valore aggiunto e influenzare direttamente la valutazione dell'attività economica in oggetto.

²⁷ (Billio et al. 2021): "We analyze the rating criteria used by nine prominent agencies and show that there is a lack of a common characteristics, attributes and standards in defining the E, S and G components. Secondly, we show that the heterogeneity in the ESG industry can lead the agencies to have opposite opinions on the evaluated companies and that agreement, among rating agencies, is relatively low. Moreover, we show that alternative definitions of ESG also affect the benchmarks identification used by the sustainable investments' industry. In relation to this, we analyse four representative ESG indexes and show that the overlap of their common constituents is approximately 15% (the ESG agreement portfolio). Thirdly, we show that the low overlap of the ESG indexes (due to the disagreement in the scores provided by the rating agencies) disperses the effect of preferences of ESG investors on asset prices, to the point that, even for the ESG agreement portfolio, there is no impact on the financial performances".

Il concetto di materialità è stato definito all'interno del *framework* “*Materiality in Integrated Reporting*” come la capacità di individuare quegli aspetti in grado di “influenzare in modo sostanziale la capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine”.

In uno studio di Khan et al. (2016) è stato osservato che le aziende maggiormente impegnate sugli aspetti materiali ESG sono dotate di una performance finanziaria superiore rispetto alle aziende con un punteggio più alto su questioni immateriali.

Grazie ad una tabella elaborata dal *Global Reporting Initiative*²⁸ all'interno del Report sulle linee guida sulla sostenibilità, è possibile individuare gli aspetti materiali rilevanti in materia ESG.

²⁸ Si rimanda al paragrafo 2.1.5 del presente lavoro per approfondimenti sul GRI.

TABLE 1: CATEGORIES AND ASPECTS IN THE GUIDELINES				
Category	Economic		Environmental	
Aspects ^{VIII}	• Economic Performance • Market Presence • Indirect Economic Impacts • Procurement Practices		• Materials • Energy • Water • Biodiversity • Emissions • Effluents and Waste • Products and Services • Compliance • Transport • Overall • Supplier Environmental Assessment • Environmental Grievance Mechanisms	
Category	Social			
Sub-Categories	Labor Practices and Decent Work	Human Rights	Society	Product Responsibility
Aspects ^{VIII}	• Employment • Labor/Management Relations • Occupational Health and Safety • Training and Education • Diversity and Equal Opportunity • Equal Remuneration for Women and Men • Supplier Assessment for Labor Practices • Labor Practices Grievance Mechanisms	• Investment • Non-discrimination • Freedom of Association and Collective Bargaining • Child Labor • Forced or Compulsory Labor • Security Practices • Indigenous Rights • Assessment • Supplier Human Rights Assessment • Human Rights Grievance Mechanisms	• Local Communities • Anti-corruption • Public Policy • Anti-competitive Behavior • Compliance • Supplier Assessment for Impacts on Society • Grievance Mechanisms for Impacts on Society	• Customer Health and Safety • Product and Service Labeling • Marketing Communications • Customer Privacy • Compliance

^{VIII} The word **topic** is used in the Guidelines to refer to any possible sustainability subject. The word **Aspect** is used in the Guidelines to refer to the list of subjects covered by the Guidelines.

Fonte: G4 Sustainability Reporting Guidelines - Implementation Manual - GRI, 2013

Pertanto, la presenza di eventuali tematiche ambientali, sociali e di governance caratterizzate da un alto livello di materialità, viene approfonditamente esaminata dalle agenzie di rating che procedono all'assegnazione del punteggio dell'azienda oggetto di valutazione.

1.4 Gli strumenti di finanza sostenibile: use-proceeds based e general corporate purpose-based

In questo lungo e talvolta complesso cammino verso la finanza sostenibile le obbligazioni verdi sono uno degli strumenti finanziari che ha riscontrato maggiore successo. Rispetto al mercato obbligazionario tradizionale, infatti, in cui l'attenzione dell'investitore si focalizza sul merito creditizio dell'emittente piuttosto che sull'effettivo utilizzo dei proventi, questi strumenti si basano sulla destinazione dei fondi raccolti in progetti considerati *green*.

È possibile individuare due macrocategorie di obbligazioni ESG: quelle che finanziano attività specifiche (*use-proceeds based*) e quelle i cui proventi non sono destinati ad un progetto specifico (*general corporate purpose-based*).

Tra gli “*use of proceeds*” rientrano i *green, social e sustainability bond*, i “*general corporate purposes*”, invece, sono conosciuti come *sustainability-linked bond* (SLB).

I *green bond* vengono definiti all'interno dei “*Green Bond Principles*” come “qualsiasi tipo di strumento obbligazionario i cui proventi vengono impiegati esclusivamente per finanziare o rifinanziare, in tutto o in parte, nuovi e/o preesistenti progetti ambientali e che, in ogni caso, sono allineati con i quattro componenti fondamentali dei *Green Bond Principles*²⁹”.

La prima obbligazione verde, denominata “*Climate Awareness Bond*” (tradotto letteralmente “titoli che aumentano la consapevolezza climatica”) è stata emessa dalla Banca Europea per gli investimenti (BEI) nel 2007 con lo scopo di finanziare progetti nel campo delle energie rinnovabili, seguita da un'emissione simile l'anno successivo da parte della Banca mondiale.

In Italia, il primo *green bond* di durata decennale e per un valore di 500 milioni è stato

²⁹ Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds, Giugno 2021: “*Green Bonds are any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible Green Projects (see Use of Proceeds section below) and which are aligned with the four core components of the GBP*”

lanciato da Hera nel luglio 2014 con l'obiettivo di finanziare gli investimenti in 4 aree: lotta al cambiamento climatico, riduzione delle emissioni, qualità della depurazione acque e gestione dei rifiuti. A partire dal 2015, c'è stata una crescita esponenziale della letteratura relativa alla finanza *green* al punto che Morgan Stanley (2017) definisce quest'evoluzione con l'espressione "*green bond boom*"³⁰.

I *Social Bond* sono "emissioni obbligazionarie i cui proventi vengono utilizzati per raccogliere fondi destinati a finanziare nuovi progetti e/o progetti preesistenti che hanno risultati positivi nel sociale"³¹, mentre i proventi dei *Sustainability Bond* "vengono utilizzati per finanziare o rifinanziare una combinazione di *green e social bond*"³².

Uno strumento che si differenzia dai cd. *use of proceeds*, è sicuramente quello dei *Sustainability Linked Bond* definiti dall'ICMA come "*qualsiasi tipologia di strumento obbligazionario per il quale le caratteristiche finanziarie e/o strutturali possono variare a seconda che l'emittente raggiunga obiettivi di Sostenibilità/ESG predefiniti*"³³. Questo strumento svincola l'emittente dal presentare e finanziare un progetto ad hoc, ma si impegna a raggiungere obiettivi di sostenibilità entro un determinato periodo. Dunque, si tratta di uno strumento flessibile e variabile a seconda dei risultati raggiunti, che si misurano attraverso i

³⁰ Morgan Stanley (2017). "Behind the green bond boom." Morgan Stanley, October, 11. <https://www.morganstanley.com/ideas/green-bond-boom>.

³¹ Social Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds, Giugno 2021: "Social Bonds are any type of bond instrument where the proceeds, or an equivalent amount, will be exclusively applied to finance or re-finance in part or in full new and/or existing eligible Social Projects (see Use of Proceeds section) and which are aligned with the four core components of the SBP."

³² Sustainability Bond Guidelines, Giugno 2021: "Sustainability Bonds are any type of bond instrument where the proceeds or an equivalent amount will be exclusively applied to finance or re-finance a combination of both Green and Social Projects."

³³ Sustainability-Linked Bond Principles, Voluntary Process Guidelines, Giugno 2021: "Sustainability-Linked Bonds ("SLBs") are any type of bond instrument for which the financial and/or structural characteristics can vary depending on whether the issuer achieves predefined Sustainability/ ESG objectives. In that sense, issuers are thereby committing explicitly (including in the bond documentation) to future improvements in sustainability outcome(s) within a predefined timeline. SLBs are a forward-looking performancebased instrument."

Key Performance Indicators (KPI) confrontandoli con obiettivi di performance di sostenibilità predefiniti (*Sustainability Performance Target*, SPT).

1.4.1 Le linee guida ICMA per la revisione esterna

Uno dei problemi relativi agli strumenti di finanza sostenibile appena elencati, riguarda l'assenza di una norma che stabilisca a livello globale quando un'obbligazione è da considerarsi “verde” o meno. Per sopperire a questo problema, l'*International Capital Market Association* (ICMA) ha emesso nel 2014 delle linee guida non vincolanti la cui *mission* consiste nel promuovere il ruolo che il mercato obbligazionario può svolgere nel finanziare progetti *green* e garantire la massima trasparenza durante la circolazione delle informazioni, salvaguardando stakeholders e investitori.

Con riferimento alle obbligazioni “*use-proceeds based*”, i principi da rispettare secondo l'ICMA sono i seguenti:

- 1) Utilizzo dei proventi
- 2) Processo di valutazione e selezione del progetto
- 3) Gestione dei proventi
- 4) Attività di reporting

Il tema dell'utilizzo dei proventi è centrale nell'emissione dell'obbligazione, infatti, capire “dove” sono destinati i proventi è di fondamentale importanza perché il titolo possa rientrare a far parte delle obbligazioni “*use-proceeds based*”. Nel caso dei *green bond* l'ICMA ha previsto un elenco indicativo di categorie di progetti, che per quanto generale è utile a fornire un'idea di quelle che sono le problematiche ambientali principali a cui dovrebbero rivolgersi

i progetti finanziati dai *green bond*. Inoltre, tali progetti devono tendere alla realizzazione di almeno uno dei seguenti obiettivi ambientali:

1. Mitigazione del cambiamento climatico
2. Adattamento al cambiamento climatico
3. La conservazione delle risorse naturali
4. La preservazione della biodiversità
5. La prevenzione e il controllo dell'inquinamento

Nel caso dei *Social bond* i proventi dovranno essere utilizzati nell'ambito di progetti sociali, opportunamente descritti nella documentazione legata al titolo, con l'obiettivo di mitigare o affrontare una determinata questione sociale.

Nella Tabella 1.2 sono illustrate le principali categorie di progetti relativi ai *green* e *social bond* secondo l'ICMA.

Tabella 1.2 Categorie dei progetti *green* e *social bond*

Progetti <i>green bond</i>
Energia rinnovabile
Efficienza energetica
Prevenzione e controllo dell'inquinamento
Gestione ambientalmente sostenibile delle risorse naturali e utilizzo del territorio
Conservazione della biodiversità terrestre e marina
Trasporto pulito
Gestione sostenibile delle acque e delle acque reflue
Adattamento al cambiamento climatico
Prodotti, tecnologie di produzione e processi eco-efficienti e/o di economia circolare

Edilizia ecologica
Progetti social bond
Infrastrutture di base
Accesso ai servizi essenziali
Abilitazioni economiche accessibili
La creazione di posti di lavoro anche tramite finanziamenti e micro-finanziamenti alle PMI
La sicurezza e l'igiene alimentare
Progresso e rafforzamento socioeconomico

Fonte: elaborazione personale

Nella fase di valutazione e selezione del progetto, l'emittente comunicherà agli investitori alcune informazioni, tra cui gli obiettivi ambientali o sociali, i processi tramite i quali i progetti sono stati categorizzati; ed infine, i requisiti di eleggibilità relativi a questi ultimi.

La gestione dei proventi riguarda la necessità di far sì che l'emittente ne possa tenere traccia. Per tale motivo, al fine di garantire la massima trasparenza, si consiglia anche il supporto di un terzo soggetto, come ad esempio un revisore contabile, di cui si vedrà più avanti.

Infine, vi è la fase del reporting: gli emittenti sono tenuti ad elaborare e tenere aggiornate (almeno annualmente) tutte le informazioni riguardanti l'uso dei proventi. Tale reportistica, dovrebbe contenere l'elenco dei progetti finanziati, la quota assegnata a ciascuno di essi, oltre ad una breve descrizione sull'impatto che ci si attende. Sempre con il fine di garantire una maggiore trasparenza, si invita all'utilizzo di indicatori di performance sia qualitativi che quantitativi.

Nel caso dei *sustainability-linked bond* l'ICMA prevede il rispetto di cinque principi:

1. Selezione dei Key Performance Indicator (KPI)
2. Calibrazione degli obiettivi di performance di sostenibilità (SPT)
3. Caratteristiche del bond
4. Reporting
5. Verifica

Come si può osservare, mentre per le ultime due fasi non sussistono particolari differenze con gli strumenti *use of proceeds*, la principale novità consiste nella selezione dei KPI e nel successivo confronto con uno degli obiettivi di performance di sostenibilità. Infatti, tramite questi strumenti l'emittente si impegna a raggiungere un obiettivo sostenibile predefinito, quantificabile e verificabile. Tale obiettivo è documentato e prevede un orizzonte temporale entro il quale essere raggiunto.

Come per i *green, social e sustainability bond*, anche lo strumento general corporate prevede una fase di verifica da parte di un terzo soggetto indipendente, ovvero un revisore esterno nominato dall'emittente.

Questa revisione può avvenire in modi diversi, anche combinati tra loro:

1. *Second party opinion* (SPO): sono forniti da istituzioni con competenze ambientali, sociali, e sulla sostenibilità, indipendenti dall'emittente. La SPO fornisce una valutazione dell'allineamento delle obbligazioni *green, social, sustainability o sustainability-linked* con i principi previsti dall'ICMA. Ad esempio, l'allineamento con i GBP comporterebbe una valutazione dell'utilizzo dei proventi, del processo di valutazione e selezione dei progetti, della gestione dei proventi e dei processi di rendicontazione dell'emittente. Per i *green bond*, la *Second Party Opinion* dovrebbe anche fornire un parere sulle caratteristiche ambientali e/o sociali del tipo di progetti verdi previsti, dei benefici e dell'impatto ambientale e/o sociale oggetto dei progetti

e dei rischi materiali ambientali e/o sociali associati ai progetti. Tra le organizzazioni che forniscono la SPO si ricordano CICERO, Dnv-Gl, *Sustainalytics*.

2. *Verifica*: Si tratta di una verifica di tracciabilità circa i flussi dell'investimento, la bontà del progetto ambientale e l'idoneità della reportistica a fornire informazioni adeguate e tempestive.
3. *Certificazione*: i revisori esterni potranno certificare un *bond* come *green*, *social*, *sustainability* o *sustainability-linked* rispetto a standard o etichette riconosciuti di valutazione ambientale esterni.
4. *Rating*: l'emittente può richiedere a società di *rating* qualificate uno *score* che vada a quantificare il rischio e l'efficacia del bond.

1.4.2 L'esistenza di un «*greenium*»

Come già sottolineato in precedenza, le obbligazioni verdi si distinguono dalle obbligazioni tradizionali per la particolare destinazione del capitale in progetti ecosostenibili. Tale peculiarità si riflette inevitabilmente sul prezzo delle obbligazioni verdi e sull'interesse che questo strumento, ormai così diffuso, riesce a suscitare verso la platea di investitori. Certo è che l'enorme crescita del mercato dei *green bond* a livello globale negli ultimi anni è stata l'evidente risposta da parte di emittenti ed investitori di uno slancio verso le tematiche ambientali. La letteratura ha per questo indagato la possibile presenza di un *greenium* (espressione nata dall'unione di “*green*” e “*premium*”) o “premio verde”, inteso come la differenza tra i rendimenti di un'obbligazione convenzionale (*conventional bond*, CB) e un *green bond* con caratteristiche simili. Un “*greenium*” implica che il rendimento che un investitore è disposto ad accettare per un asset “verde” è inferiore a quello di un bond tradizionale. Infatti, nel mercato primario, dove vengono offerte al mercato nuove emissioni

obbligazionarie, questo differenziale di prezzo è rappresentato da un prezzo di emissione più alto per un *green bond* rispetto a un *conventional bond*. Sul mercato secondario, dopo l'emissione, le obbligazioni sono negoziate liberamente sul mercato e sono soggette a oscillazioni di prezzo. In altre parole, la presenza di un *green premium* nei mercati primari significherebbe che gli investitori sono disposti a pagare un prezzo più alto per obbligazioni ESG, sacrificando il rendimento finanziario per ottenere dei benefici socio-ambientali. Dal lato dell'emittente, ciò equivale a chiedersi se questi ultimi traggono dei vantaggi in termini di prezzo dall'emissione di obbligazioni ESG.

A tal proposito, Zerbib (2017) analizza il rendimento di un'obbligazione verde rispetto a quello di un'obbligazione equivalente non verde attraverso un *matching method*. Per garantire un'attendibilità elevata, lo studio si basa su un campione che rappresenta un quinto dei *green bond* emessi a livello mondiale fino a dicembre 2016 dagli emittenti più attivi. I risultati mostrano che da quando il *green bond* è stato emesso per la prima volta, il premio risulta essere negativo e pari a - 8 punti base, di conseguenza, il rendimento inferiore delle obbligazioni verdi indica un vantaggio di prezzo per gli emittenti. A confermare questa tesi Ehlers e Packer (2017) e Baker et al. (2018) i quali hanno stimato uno spread negativo nel mercato primario e la maggior parte degli studi (Gianfrate e Peri 2019; Hachenberg e Schiereck 2018; Kapraun e Scheins 2019; Zerbib 2019) sui differenziali di rendimento mostrano che esiste anche nel mercato secondario un premio per le obbligazioni ESG rispetto alle obbligazioni convenzionali. In particolare, Ehlers e Packer (2017) dimostrano che coloro che investono in obbligazioni *green* accettano uno spread creditizio minore. Lo studio confronta i *credit spread* alla data di emissione di 21 *green bond* nel triennio 2014-2017 con i *credit spread* di bond tradizionali dello stesso emittente, alla data di emissione più vicina possibile e con una maturità simile. Il risultato dell'analisi è una differenza in termini di spread creditizio pari a 18 punti base, maggiore di quella calcolata da Zerbib (2017). Dal

rapporto OCSE (2017), invece, emerge che alla data di emissione non vi è alcuna differenza tra le caratteristiche finanziarie delle obbligazioni verdi e delle obbligazioni convenzionali prodotte dallo stesso emittente ("*flat pricing*") perché gli investitori non sono disposti a pagare un premio per investire in investimenti verdi. Ancora, l'*Institute for Climate Economics* (2016) sostiene che, sebbene la crescente domanda di *green bond* da parte degli investitori socialmente responsabili possa abbassare il rendimento, non vi sono ancora "prove chiare" che i *green bond* riducano il costo del capitale per i loro emittenti³⁴.

1.4.3 Tassonomia UE/2020/852

Mai come oggi si è ottenuto un enorme - e forse anche inaspettato - consenso sociale intorno ad uno dei problemi maggiori della nostra civiltà: il cambiamento climatico. La transizione verso un'economia verde dipende da un lato dagli investimenti privati e dall'altro, dall'allineamento del tipo di investimenti richiesti alle aziende con l'obiettivo della neutralità del carbonio. Ed è proprio con l'obiettivo di indirizzare gli investimenti finanziari verso tutte quelle attività economiche capaci di contribuire alla transizione verso un'economia "carbon free" che viene istituita la tassonomia. Il Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 istituisce un quadro per favorire gli investimenti sostenibili.

La Tassonomia UE 2020/852 modifica il precedente Regolamento (UE) 2019/2088³⁵ e consiste in una vera e propria classificazione delle attività economiche eco-sostenibili, in

³⁴ IC4E, Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds, June 2016: "The available research on the financial performance of green bonds compared to traditional bonds remains limited and inconclusive. So far, there is thus no clear evidence that green bonds reduce the cost of capital for low-carbon projects or organizations".

³⁵ Il Regolamento 2019/2088 noto come *Sustainable Finance Disclosure Regulation/SFDR* definisce all'art. 2 comma 17 l'investimento sostenibile come l'"Investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del

modo da garantire un adeguato livello d'informazione agli investitori circa le imprese qualificate come “sostenibili”.

A tal fine, il Regolamento elenca tutte le attività economiche con i rispettivi criteri di prestazione basati sul loro contributo a sei obiettivi legati alla sostenibilità: mitigazione del cambiamento climatico, adattamento al cambiamento climatico, uso sostenibile e protezione dell'acqua e delle risorse marine, prevenzione e controllo dell'inquinamento, protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi e transizione verso un'economia circolare. Tutte le attività che contribuiscono in modo sostanziale a una o più di queste attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale saranno classificate come sostenibili nella tassonomia dell'UE. Inoltre, tutte le attività che consentono direttamente ad altre attività di contribuire sostanzialmente a uno o più obiettivi ambientali saranno classificate come "Attività abilitanti" (articolo 16; UE, 2021).

Secondo il regolamento UE sulla tassonomia (2020/852), questi sei obiettivi saranno esaminati più da vicino attraverso i criteri per la mitigazione del clima (2021). Ad esempio, la tassonomia dell'UE richiede alle aziende di dichiarare l'uso di energia rinnovabile in termini di generazione, trasmissione, stoccaggio o distribuzione. Inoltre, l'azienda deve lavorare per migliorare l'efficienza energetica e la mobilità pulita o climaticamente neutra. I materiali utilizzati devono anche essere acquistati in modo sostenibile senza danneggiare i paesaggi naturali. La tassonomia dell'UE richiederà, inoltre, alle aziende di rivelare le proprie attività economiche in materia di sostenibilità. Ciò garantisce una migliore

suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali”.

trasparenza in termini di quale percentuale del fatturato dell'azienda può essere collegata ad attività sostenibili dal punto di vista ambientale. Per valutare meglio i diversi criteri di un'azienda in materia di impatto ambientale e trasparenza, la Commissione europea effettuerà uno screening tecnico. Ciò include l'identificazione degli impatti a breve e lungo termine delle attività economiche, nonché l'obbligo minimo necessario per prevenire danni significativi ai sei obiettivi ambientali.

Questo sistema di classificazione unico applicato in Europa avrà conseguenze ben oltre i confini geografici dell'UE e certamente l'UE può aspettarsi di attrarre molto più facilmente investitori dall'esterno, che cercano assicurazione nei loro investimenti e desiderano evitare il fenomeno del *greenwashing*, di cui si approfondirà nel seguente paragrafo.

Infatti, lo scopo della tassonomia UE è soprattutto quello di creare una struttura più trasparente per gli investimenti verdi al fine di facilitarli e incoraggiarli (UE, 2020). Ciò potrebbe avere conseguenze positive sul *greenwashing* in quanto spingerà le aziende ad avere registrazioni e comunicazioni più trasparenti. Tuttavia, la tassonomia dell'UE non si concentrerà sui tipi di *greenwashing*, ma il regolamento influirà esclusivamente sui benefici che si possono avere sulla fiducia degli investitori e su altri problemi che potrebbero sorgere da queste nuove classificazioni. All'interno del Regolamento, infatti, si legge: “La messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività sostenibili. I requisiti per commercializzare prodotti finanziari o obbligazioni societarie come investimenti ecosostenibili, inclusi i requisiti posti dagli Stati membri e dall'Unione per consentire ai partecipanti ai mercati finanziari e agli emittenti di usare marchi nazionali, puntano ad aumentare la fiducia degli investitori e a sensibilizzarli maggiormente agli impatti ambientali di tali prodotti finanziari o obbligazioni societarie, creare visibilità e affrontare le preoccupazioni legate alla pratica del *greenwashing*. Nell'ambito del presente regolamento,

tale pratica consiste nell'ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti”.

Al contrario, se un'impresa non svolge attività classificate all'interno della Tassonomia non significa che tale attività debba essere considerata totalmente non sostenibile da un punto di vista ambientale. L'obiettivo, infatti, non è quello di discriminare le attività economiche tra loro, piuttosto di creare un insieme ben definito di attività che possano qualificarsi come opportunità di investimento sostenibile. In questo modo, ogni investitore potrà prendere le sue decisioni di investimento sulla base delle migliori informazioni disponibili.

1.4.4 Il rischio di «*greenwashing*»

La sensazione comune è che ad oggi si stia diffondendo un certo scetticismo verso le attività ESG; da un lato, ci sono coloro che interpretano le iniziative ESG con un atteggiamento che potrebbe dirsi massimalista, estremista, per cui tutto ruota attorno a questo tipo di attività dimenticando che le imprese operano, in ogni caso, in contesti competitivi e devono essere fatte delle valutazioni anche di altro tenore, non solo legate agli aspetti ESG. Dall'altro vi è l'ipocrisia di coloro che ritengono ancora si tratti di concetti astratti, fumosi a cui vanno sacrificate poche risorse, per i quali vanno sostenuti solo un po' di costi, giusto per conseguire un certo grado di accettabilità sociale. Quando ciò avviene significa che la sostenibilità viene interpretata essenzialmente come uno strumento di pubblica relazione, che la forma prevale sulla sostanza e che i risultati non vengono né realizzati né monitorati né comunicati: questo fenomeno è stato definito come *greenwashing*. Quando si “cade” in questo tipo di iniziativa, le imprese perdono di credibilità, o meglio, perdono la propria reputazione – quella di oggi

e domani – che non riguarderà soltanto la comunità finanziaria ma anche e soprattutto i dipendenti, tutti coloro che la ESG la predicano e non la praticano.

Alcuni studi paragonano il fenomeno del *greenwashing* alla *selective disclosure*. Marquis e Toffel (2016) definiscono la *selective disclosure* come una strategia simbolica mediante la quale le aziende cercano di guadagnare o mantenere la propria legittimità rivelando in modo sproporzionato indicatori di performance vantaggiosi o relativamente favorevoli per oscurare la loro performance complessiva che, nella realtà, è decisamente meno impressionante³⁶. Dunque, il *greenwashing* è visto come una *selective disclosure* di informazioni riguardanti gli aspetti ambientali e/o sociali di un'azienda di cui se ne evita la piena divulgazione così da guadagnare un'immagine aziendale talvolta anche estremamente positiva ma, di fatto, inesistente.

Un altro filone di ricerca, invece, associa il *greenwashing* al *decoupling*, in tal senso, il fenomeno è visto come un atteggiamento in grado di distogliere l'attenzione dalle reali problematiche o, seppure il dibattito dovesse essere incentrato su tematiche *green* - per soddisfare l'interesse degli stakeholder - nella realtà non si applica nessuna azione concreta.

In letteratura si collega il fenomeno del *greenwashing* anche alla *legitimacy theory*, di cui si individuano tre categorie: *cognitive legitimacy*, *pragmatic legitimacy* e *moral legitimacy*. Secondo Seele e Gatti (2015) il fenomeno del *greenwashing* rientra all'interno della *pragmatic legitimacy*. Infatti, mentre la *cognitive legitimacy* si basa su presupposti condivisi dall'ambiente sociale dell'organizzazione, la *moral legitimacy* si basa su giudizi morali sull'organizzazione, la *pragmatic legitimacy* è “il risultato di calcoli egoistici degli

³⁶ (Marquis et al., 2016): “*Selective disclosure, which we define as a symbolic strategy whereby firms seek to gain or maintain legitimacy by disproportionately revealing beneficial or relatively benign performance indicators to obscure their less impressive overall performance*”.

stakeholder più importanti dell'organizzazione e si basa sulla percezione degli stakeholder del proprio vantaggio personale derivante dalle attività e dalle comunicazioni aziendali”³⁷.

Una delle domande che sorge spontanea pensando a questo fenomeno e che si sono posti infatti anche Delmas & Burbano (2011) è per quale motivo le aziende decidono di impegnarsi nell'attività di *greenwashing* nonostante i non pochi ed evidenti rischi a cui si va incontro. In questo studio, ampiamente discusso, i drivers del *greenwashing* venivano classificati su tre livelli; il primo, si riferisce a fattori esterni non di mercato facendo riferimento in particolare alla quantità ridotta di norme per evitare il fenomeno in questione. Il secondo riguarda driver esterni di mercato, tra cui consumatori, investitori e incentivi indotti dalla concorrenza. Questo driver si concentra sulla pressione competitiva esercitata da consumatori e investitori per apparire più sostenibili, ciò incentiverebbe le aziende “insostenibili”, che non attuano pratiche rispettose dell'ambiente, a praticare *greenwashing* per soddisfare le richieste delle parti interessate. Terzo ed ultimo è un driver di livello organizzativo: le dimensioni dell'azienda possono svolgere un ruolo significativo nelle pratiche di *greenwashing* poiché le aziende più grandi devono affrontare livelli di pressione notevolmente più elevati da parte degli investitori rispetto alle piccole o medie imprese che non sono ancora di proprietà pubblica. Inoltre, per le aziende che non dispongono di un solido sistema per il trasferimento delle conoscenze, è molto più facile cadere nella pratica del *greenwashing* involontario, a causa di una cattiva comunicazione.

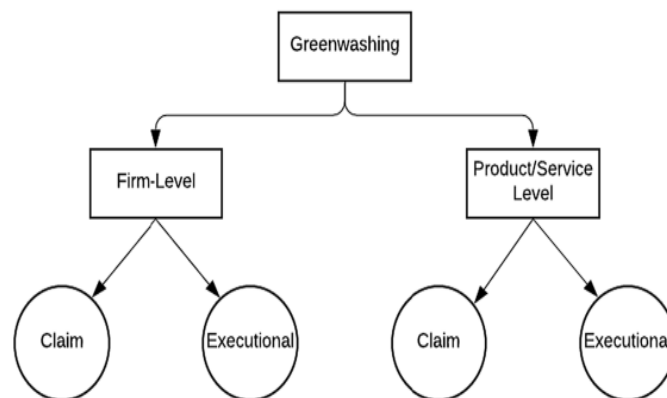
Parguel et al. (2011) considerava il *greenwashing* “L'atto di indurre in errore i consumatori riguardo le pratiche ambientali di un'azienda o i benefici ambientali di un prodotto o servizio”. La maggior parte degli studi osservati convergono sul fatto che il *greenwashing* è svantaggioso per l'ambiente e la salute dei consumatori. Ad esempio, alcuni autori hanno

³⁷ (Seele and Gatti, 2015): “Cognitive legitimacy is based on the shared taken-for-granted assumptions of an organization's societal environment. Moral legitimacy relies on moral judgments about the organization and its behaviour...”

mostrato gli effetti dell'aumento del *greenwashing* e hanno sostenuto che può influire negativamente sulla fiducia degli azionisti e dei consumatori nei prodotti verdi (Delmas & Burbano, 2011; Guo et al., 2018; Pizzetti et al., 2019).

Inoltre, tale fenomeno può essere classificato o sulla base delle pratiche ambientali adottate da un'organizzazione (*firm-level*) o dei benefici ambientali apportati da un prodotto/servizio (*product-service level*). A tal proposito, De Freitas Netto et al. (2020) classificano il *greenwashing* firm-level o product/service ulteriormente in “*claim*”³⁸ o “*executional*”³⁹ (Figura 1.1).

Figura 1.1. Principali classificazioni del *greenwashing*



Fonte: De Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Da Luz Soares, G. R. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32.

³⁸ (Kangun, N., Carlson, L., & Grove, S. J., 1991): “Redundant categories were dropped, and the resultant schema contained the following categories for classifying environmental claims: 1. The claim is overly vague or ambiguous; it contains a phrase or statement that is too broad to have a clear meaning. 2. The claim omits important information necessary to evaluate its truthfulness or reasonableness. 3. The claim is false or an outright lie”.

³⁹ (De Freitas Netto et al., 2020): “This strategy of greenwashing does not use any type of claim, but it suggests nature-evoking elements such as images using colors (e.g., green, blue) or sounds (e.g., sea, birds). Backgrounds representing natural landscapes (e.g., mountains, forests, oceans) or pictures of endangered animal species (e.g., pandas, dolphins) or renewable sources of energy (e.g., wind, waterfalls) are examples of executional nature-evoking elements”

Un'altra categorizzazione di questo fenomeno viene proposta da Torelli et al. (2020). Gli autori partono dall'assunzione che approcci e decisioni strategiche diverse da parte delle aziende producano diversi livelli di *greenwashing*, qui inteso come “comunicazione ambientale intenzionalmente fuorviante” (Collison et al., 2003). Ogni livello di *greenwashing* determinerà reazioni e risposte diverse da parte degli stakeholder, pertanto, gli autori suggeriscono quattro livelli di *greenwashing*: il livello *corporate*, il livello *strategic*, il livello *dark* e il livello di *product*.

Il *greenwashing* a livello *corporate* consiste in una comunicazione ambientale ingannevole su dati e aspetti legati all'immagine e alla reputazione aziendale.

Il *greenwashing* a livello *strategic* presuppone una comunicazione ambientale ingannevole circa tutti quegli aspetti legati alle strategie dell'impresa (ad esempio gli obiettivi aziendali di medio-lungo termine, piano strategico per il miglioramento o l'implementazione di tecnologie/processi, comunicazione di report e operazioni straordinarie mirate).

Il *dark greenwashing* riguarda una comunicazione ambientale ingannevole finalizzata ad attività illegali nascoste (es. riciclaggio di denaro, collusione criminale e/o mafiosa, corruzione).

Infine, il *product greenwashing* fa riferimento ad una comunicazione ambientale ingannevole su alcune caratteristiche specifiche di un prodotto o di una famiglia di prodotti (es. etichetta, pubblicità, packaging e certificazioni di prodotto).

Capitolo II

Il quadro normativo della *Disclosure* non finanziaria

Sommario: 2.1 Il D.lgs n. 254 del 2016. Recepimento della Direttiva 2014/95/UE 2.2 Il decreto legislativo 2016, n. 254 sulla Disclosure non finanziaria 2.3 Un overview dei framework del non-financial reporting 2.4 I nuovi standard dell'EFRAG

2.1 Il D.lgs n.254 del 2016. Recepimento della Direttiva 2014/95/UE

Da quando negli ultimi due decenni si è compreso che nel processo di valutazione di un'impresa non sarebbe bastato osservarne soltanto i costi e i ricavi, ma che sussistono, anzi, numerosi altri aspetti che possono influenzarne la valutazione, la maggior parte delle aziende ha deciso di porsi nuovi obiettivi informativi e sviluppare nuovi strumenti di comunicazione volontaria tra cui siti internet, note di previsione o comunicati stampa che potessero rendere conosciute all'esterno tutte quelle informazioni di carattere non economico che assumono sempre più un peso rilevante (Fellegara et al., 2016)⁴⁰. L'azienda è infatti, un sistema di tipo aperto e necessita di un continuo scambio di informazioni con l'ambiente esterno. Una scarsa comunicazione comporta la mancanza di trasparenza informativa rendendo le imprese meno affidabili e di conseguenza non permette di sviluppare quelle – necessarie - relazioni di fiducia tra azienda e ambiente. Oltre al fatto di voler aumentare la trasparenza, ci sono diverse ragioni per le quali le aziende decidono di pubblicare informazioni di carattere non finanziario. Un'azienda infatti potrebbe decidere di pubblicare più informazioni per aumentare il valore del brand, per far crescere la reputazione e la motivazione dei dipendenti,

oppure per essere legittimata ad operare in un determinato mercato o ancora per acquisire un vantaggio competitivo rispetto ai competitor (Herzig and Shaltegger, 2009).

La Direttiva 2014/95/UE che modifica la precedente 2013/34/UE, sembra concretizzare il lungo e più volte richiamato processo di “sviluppo sostenibile”. Invero, le imprese sono chiamate per la prima volta a comunicare i dati di natura non finanziaria relativi alla propria performance.

Tale direttiva, conosciuta come “*Non financial Reporting Directive*” (NFRD) o Direttiva Barnier, è volta ad aumentare la trasparenza (definita dal termine anglosassone *disclosure*) della gestione aziendale e l'*accountability*⁴¹ di alcune grandi imprese sui temi non finanziari. Secondo Eccles e Spiesshofer (2015), la direttiva mira anche a migliorare la coerenza e la comparabilità delle informazioni non finanziarie divulgate dalle organizzazioni all'interno dell'Unione Europea, pur rispettando la loro scelta tra le diverse linee guida e i diversi approcci internazionali e nazionali.

A questo proposito, le organizzazioni conservano una notevole flessibilità per la divulgazione delle informazioni rilevanti nel modo che ritengono più utile. Le aziende di interesse pubblico, infatti, data la mancanza di un unico *corpus* di principi di sostenibilità generalmente accettati a livello globale, hanno facoltà di scelta su quali linee guida adottare per divulgare le informazioni non finanziarie (es. OCSE, UN Global Compact, GRI, ISO 26000). Negli ultimi anni la Commissione Europea ha fornito principalmente due linee guida da seguire circa quelle informazioni non finanziarie che possono promuovere il percorso verso la responsabilità:

⁴¹ (M. Edwards and D. Hulme, 1996): Il termine *accountability*, coevo del termine *corporate governance*, nel tempo si è dimostrato veramente “proteiforme” tanto da essere interpretato recentemente anche come una modalità di conduzione gestionale che garantisce la congruenza tra fini, obiettivi e politiche aziendali e la loro coerenza con le attività poste in essere dall'impresa stessa; ovviamente questo modello di conduzione postula la comunicazione ai beneficiari di tutti gli elementi sopra richiamati; secondo una definizione spesso richiamata che l'*accountability* è “il mezzo attraverso cui individui ed organizzazioni si relazionano di fronte a una o più autorità riconosciute rendendosi responsabili delle loro azioni”.

1. *Communication from the Commission - Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)*, che include le linee guida sulle informazioni di natura ambientale e sociale (2017/C 215/01);
2. *Communication from the Commission - Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information*, che invece contiene tutte le linee guida circa l'informativa riguardante l'impatto climatico delle singole società (2019/C 209/01).

Queste linee guida sono allineate alle raccomandazioni della *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)*⁴² del *Financial Stability Board*.

2.1.1 Le linee guida dell'UE sulla reportistica non finanziaria (2017/C 215/01)

Secondo la Direttiva UE le grandi aziende di interesse pubblico (EIP), come visto in precedenza, devono redigere la dichiarazione non finanziaria “contenente informazioni nella misura necessaria per comprendere lo sviluppo dell'impresa, le prestazioni, la posizione e l'impatto della proprie attività in relazione [...] a questioni ambientali, sociali e dei dipendenti, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva”⁴³. Le informazioni relative al clima, di cui vedrà a breve, sono annoverabili nella categoria delle informazioni ambientali.

L'articolo 2 della Direttiva UE consente alla Commissione Europea di attuare delle linee guida non vincolanti sulla comunicazione di informazioni non finanziarie.

⁴² Per approfondimenti sul tema, si rimanda al paragrafo 2.2 del presente lavoro.

⁴³ European Commission (2017). *Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information)*.

Invero, nel 2017 la Commissione Europea ha emanato queste linee guida per “aiutare le aziende a divulgare informazioni non finanziarie (ambientali, sociali e di governance) di alta qualità, pertinenti, utili, coerenti e più comparabili in un modo tale da promuovere crescita e occupazione resilienti e sostenibili e fornire trasparenza alle parti interessate”⁴⁴.

È evidente che la Commissione Europea abbia deciso di concentrarsi maggiormente sul contenuto delle informazioni ambientali e sociali da divulgare, poiché queste linee guida contengono preziosi suggerimenti per approfondire le informazioni non finanziarie incluse nel bilancio sociale. In particolare, la Commissione Europea suggerisce anche le modalità attraverso cui descrivere tali informazioni, da includere nelle dichiarazioni non finanziarie delle EIP, relative ai seguenti aspetti:

- Modelli di business;
- Politiche e *due diligence*;
- Principali prodotti derivanti dall’adozione di tali politiche;
- Principali rischi e la loro gestione;
- KPI non finanziari.

L’informativa non finanziaria pubblicata dalle EIP, dunque, deve esprimere non solo quegli aspetti non finanziari che rappresentano un punto di forza per l’azienda ma anche ciò che potenzialmente potrebbe svantaggiarla agli occhi degli stakeholders. Solo in assenza di qualsiasi tipo di omissione, infatti, è possibile fornire informazioni in modo imparziale e completo. Inoltre, tale informativa deve essere concisa e tale da evitare la divulgazione di informazioni irrilevanti: in questo modo, si facilita la comprensione da parte di tutti gli

⁴⁴ European Commission (2017). Guidelines on non-financial reporting (methodology for reporting non-financial information): “*The aim of these guidelines is to help companies disclose high quality, relevant, useful, consistent and more comparable non-financial (environmental, social and governance-related) information in a way that fosters resilient and sustainable growth and employment and provides transparency to stakeholders.*”

stakeholders. La comunicazione contenuta nei *report* non finanziari dovrebbe anche spiegare le conseguenze e le implicazioni a breve, medio e lungo termine delle informazioni non finanziarie evidenziate e considerare le esigenze informative di tutte le parti interessate, piuttosto che concentrarsi sulle esigenze individuali dei singoli *stakeholders*. Infine, la dichiarazione non finanziaria dovrebbe essere coerente nel tempo e coerente con le altre informazioni comunicate dagli EIP⁴⁵.

2.1.2 Le linee guida dell'UE sull'informativa sul clima (2019/C 209/01)

Come ampiamente trattato nel primo capitolo, l'accordo di Parigi del 2015 sui cambiamenti climatici insieme agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite richiedono un'attenzione ancora maggiore e - si può ormai dire – accelerata per ridurre le emissioni di gas a effetto serra (*greenhouse gas*, GHG) così da creare un'economia resiliente al clima. In assenza di informazioni sufficienti, affidabili e comparabili relative alla sostenibilità da parte delle società partecipate, il settore finanziario non può, infatti, indirizzare in modo efficiente il capitale verso investimenti a favore della sostenibilità e non può identificare e gestire efficacemente i rischi per gli investimenti che deriveranno da tali crisi.

Pertanto, in tale scenario la Commissione Europea nel 2019 ha ampliato le sue linee guida sulla rendicontazione non finanziaria, fornendo un supplemento, o comunque un focus, sulla rendicontazione delle informazioni relative ai cambiamenti climatici, suggerendo come “le informazioni relative al clima dovrebbero, nella misura necessaria, includere sia i principali rischi per l'andamento, le prestazioni e la posizione dell'azienda risultanti dai cambiamenti

⁴⁵ (Lombardi, 2021): “Thus, the non-financial statement should be concise, and avoiding the disclosure of immaterial information makes it easier to understand readers identified in all stakeholders (e.g. investors). This statement should also explain the short-term, medium-term and long-term implications of the reported non-financial information and consider all relevant stakeholders' information needs rather than focusing on individual or non-relevant stakeholders' needs. Lastly, the non-financial statement should be consistent over the time and consistent with other disclosed information by PIEs.”

climatici sia i principali rischi di impatto negativo sul clima derivanti dalle attività dell'azienda.”⁴⁶.

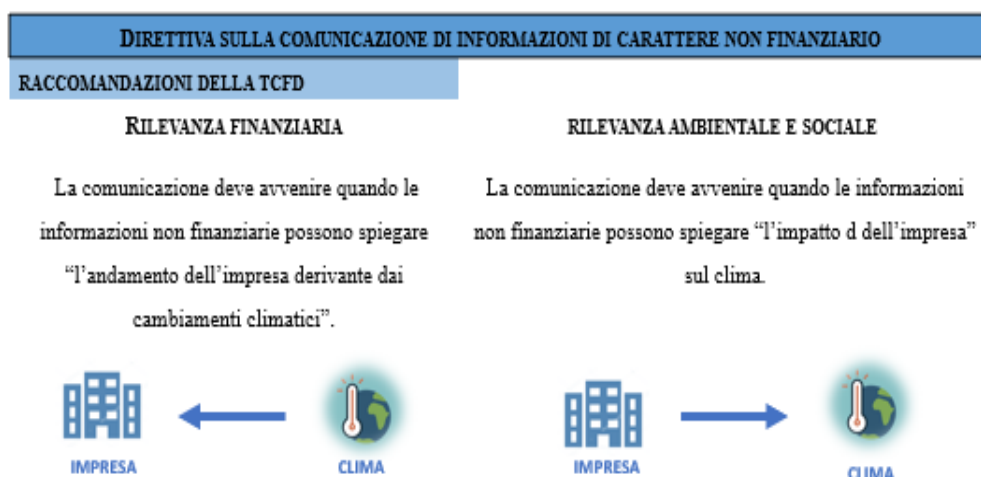
È evidente che queste linee guida presuppongano informazioni basate su una doppia rilevanza (traduzione letterale della cd. *double materiality*⁴⁷): doppia perchè – quando si parla dell’“andamento dell’impresa” derivante dai cambiamenti climatici - s’intende che le informazioni relative al clima da comunicare sono quelle in grado di spiegare l’andamento e i risultati dell’impresa (*financial materiality*) ed in questo caso i destinatari sono per lo più gli investitori. Quando ci si riferisce all’“impatto dell’attività d’impresa” le informazioni relative al clima devono essere comunicate se necessarie alla comprensione dell’impatto che l’impresa ha sull’ambiente esterno (*non-financial materiality*). Quest’ultima prospettiva interessa maggiormente i consumatori, la società civile, dipendenti e in buona parte anche investitori.

All’interno della *Non Financial Reporting Directive* la rilevanza non ha più come nelle raccomandazioni della TCFD soltanto carattere finanziario, bensì è inquadrata in una prospettiva tanto finanziaria quanto ambientale e sociale. Si tratta di un aspetto estremamente rilevante della direttiva UE, che dunque condivide la materialità finanziaria, ambientale e sociale, estendendo la singola materialità delle raccomandazioni della TCFD e coinvolgendo non soltanto le decisioni degli investitori ma la collettività, i consumatori e tutti gli altri stakeholders (Figura 2.1).

⁴⁶ European Commission (2019): “Under the Non-Financial Reporting Directive, climate-related information should, to the extent necessary, include both the principal risks to the development, performance and position of the company resulting from climate change, and the principal risks of a negative impact on the climate resulting from the company’s activities. The proposed disclosures in these guidelines reflect both these risk perspectives.”

⁴⁷ Un approfondimento sulla doppia materialità viene fatto nel paragrafo successivo del presente capitolo

Figura 2.1 La doppia rilevanza nella direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario nell'ambito dell'informativa sul clima



Fonte: elaborazione personale

Inoltre, le linee guida dell'UE prevedono una categorizzazione dei rischi che le informazioni relative al clima dovrebbero considerare, in particolare, si individuano i rischi di transizione ed i rischi fisici, ed i rischi di ripercussioni negative sul clima.

I rischi di transizione e i rischi fisici, sono i rischi di ripercussioni negative sull'impresa. Nello specifico, i rischi di transizione derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resiliente al clima e includono i rischi politici, i rischi legali, i rischi tecnologici, i rischi di mercato ed i rischi reputazionali⁴⁸.

⁴⁸ Commissione Europea (2019): "I rischi di transizione sono rischi per l'impresa che derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici. Fra questi figurano:

- i rischi legati alle politiche, ad esempio a seguito dell'imposizione di requisiti di efficienza energetica, di meccanismi di fissazione del prezzo del carbonio che innalzano il prezzo dei combustibili fossili oppure di politiche volte incoraggiare un uso sostenibile del suolo;
- i rischi giuridici, ad esempio il rischio di controversie in caso di mancata adozione di misure volte a evitare o ridurre ripercussioni negative sul clima o in caso di mancato adeguamento ai cambiamenti climatici;

I rischi fisici, invece, sono i rischi che derivano dagli effetti fisici e tangibili dei cambiamenti climatici e si dividono in rischi fisici acuti e rischi fisici cronici⁴⁹.

2.1.3 Una mappa strategica: l'analisi della materialità

Il concetto di “materialità” è stato per anni al centro di un intenso dibattito, attirando l'attenzione di professionisti, ricercatori e organizzazioni che si occupano della realizzazione di standard per decenni. Hicks (1961) scriveva “la materialità, come la bellezza, è negli occhi di chi guarda”⁵⁰. Chi si occupa dell'analisi della materialità, si occupa di scegliere cosa è rilevante davvero per l'azienda e di superare la dicotomia tra ciò che è finanziario e non. Osservando il concetto da questo lato, esso rappresenta un principio da difendere alla luce dei noti problemi di “sovraccarico di informazioni”, ma certamente rappresenta anche una minaccia per la completezza delle informazioni fornite, perché la società potrebbe adottare una discrezionalità troppo ampia.

Le principali organizzazioni ad aver tracciato una strada per giungere ad una definizione di materialità sono il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) ed il *Global Reporting Initiative* (GRI). Da una parte il SASB che ha cercato da sempre di comprendere quali fossero i temi ESG rilevanti per il mercato finanziario, dall'altra il GRI che da 25 anni

- i rischi tecnologici, ad esempio laddove una tecnologia più dannosa per il clima venga sostituita da una meno dannosa;

- i rischi di mercato, ad esempio qualora le scelte dei consumatori e dei clienti commerciali virino verso prodotti e servizi meno dannosi per il clima;

- i rischi reputazionali, ad esempio la difficoltà di attrarre e conservare clienti, dipendenti, partner commerciali e investitori qualora l'impresa abbia una pessima reputazione sotto il profilo ambientale.”

⁴⁹ Commissione Europea (2019): “I rischi fisici acuti emergono da particolari eventi meteorologici, a causa dei quali potrebbero essere danneggiati gli impianti di produzione fino ad interrompere le catene del valore; ad esempio, inondazioni, incendi, tempeste o forti ondate di calore. I rischi fisici cronici, invece, derivano da cambiamenti climatici a lungo termine: l'innalzamento del livello del mare, la minore disponibilità di acqua, la perdita di biodiversità.”

⁵⁰ (Hicks, 1961): “Materiality, like beauty, is in the eye of the beholder. Into the thinking of both management and independent public accountant must enter a third person-the “average prudent investor” introduced by the SEC; the “reasonable person” mentioned by Kohler.”

ha adottato una visione multi-stakeholder: “Da quando siamo stati fondati 25 anni fa, l'etica multi-stakeholder è stata nel nostro DNA. Il GRI consente alle aziende, agli investitori, ai responsabili politici, ai dipendenti e alla società civile di impegnarsi in un dialogo e prendere decisioni a sostegno di uno sviluppo sostenibile inclusivo. Portiamo un ambiente veramente globale e indipendente e standard di sostenibilità liberamente accessibili che qualsiasi azienda, grande o piccola, può utilizzare per comprendere e comunicare i propri impatti”⁵¹.

Due approcci che – forse – involontariamente per quanto diversi hanno consentito una fortissima libertà d'azione su come attuare i processi di analisi di materialità.

Il concetto di *double materiality* o “doppia materialità” è stato formalmente proposto per la prima volta dalla Commissione Europea nel documento *Guidelines on Non-financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-related Information*, pubblicato a giugno 2019. Questo principio incoraggia le aziende a giudicare la materialità sotto due prospettive diverse:

1. Materialità finanziaria, cioè si fa riferimento alla modalità con cui alcuni aspetti della sostenibilità, soprattutto riguardanti questioni climatiche, possono incidere sugli aspetti finanziari e sul valore di un'impresa. Le informazioni relative al clima dovrebbero essere riportate se considerate necessarie per comprendere lo sviluppo, le prestazioni e la posizione dell'azienda. Questa prospettiva è in genere di maggiore interesse per gli investitori.
2. Materialità ambientale e sociale (quindi, non finanziaria), dove si fa riferimento alle informazioni riguardanti l'impatto delle attività dell'impresa su aspetti come

⁵¹Dal sito web www.globalreporting.org/news/news-center/the-gri-perspective-why-informing-all-stakeholders-is-good-for-business/: “Since we were established 25 years ago, multi-stakeholder ethos has been in our DNA. GRI enables businesses, investors, policymakers, employees and civil society to engage in dialogue and make decisions that support inclusive sustainable development. We bring truly global, independent and freely accessible sustainability standards that any company – large or small – can use to understand and communicate their impacts.”

il clima e l'ambiente. Questa prospettiva è in genere di maggiore interesse per i cittadini, i consumatori, i dipendenti, e, più in generale, per la società civile. Tuttavia, un numero crescente di investitori ha anche bisogno di conoscere gli impatti climatici delle società dove essi investono per comprendere e misurare meglio gli impatti climatici dei loro portafogli di investimento ⁵².

L'impatto positivo o negativo di un'impresa sul clima si tradurrà sempre più in un'opportunità o meno di business per un'impresa; infatti, un investitore può decidere di non finanziare un'azienda se dovesse emergere che quest'ultima non rivolge la giusta attenzione alle questioni ESG. La doppia materialità ha quindi un impatto diretto sulla capacità delle aziende di attrarre capitale preso a prestito o sul costo del capitale di debito che deve sostenere per accedervi.

Ancora, ritornando alla definizione, anche l'EFRAG definisce la materialità come doppia, riferendosi alla “materialità finanziaria” ed alla “materialità dell'impatto”. Con l'espressione “materialità dell'impatto”, l'EFRAG specifica che essa implica: “Identificare quegli aspetti della sostenibilità che sono materiali in termini di impatti delle attività proprie dell'entità che realizza il report e della sua catena del valore (materialità dell'impatto), sulla base di: (i) gravità (scala, ambito e rimediabilità) e, quando appropriato, probabilità degli impatti attuali e potenziali sulle persone e sull'ambiente; (ii) la scala, l'ambito e la probabilità degli impatti

⁵² EUROPEAN COMMISSION (2019). “Guidelines on non-financial reporting: supplement on reporting climate related information”, pp.6-7 afferma che: “In effect, the Non-Financial Reporting Directive has a double materiality perspective:

- The reference to the company's “development, performance [and] position” indicates financial materiality, in the broad sense of affecting the value of the company. Climate-related information should be reported if it is necessary for an understanding of the development, performance and position of the company. This perspective is typically of most interest to investors.

- The reference to “impact of [the company's] activities” indicates environmental and social materiality. Climate-related information should be reported if it is necessary for an understanding of the external impacts of the company. This perspective is typically of most interest to citizens, consumers, employees, business partners, communities and civil society organizations. However, an increasing number of investors also need to know about the climate impacts of investee companies in order to better understand and measure the climate impacts of their investment portfolios.”

attuali positivi su persone e ambiente, connessi alle operazioni e alla catena del valore delle aziende; (iii) l'urgenza derivante dagli obiettivi di politica pubblica sociale o ambientale e dai confini del pianeta"⁵³. Emerge, quindi, da questa definizione che quando si deve definire la "materialità dell'impatto", bisogna dar peso alla gravità, ai possibili effetti negativi o positivi su persone e ambiente, specificando anche la probabilità di questi eventi.

Anche il GRI fornisce una propria definizione di "doppia materialità": "l'organizzazione dà priorità al report di quei topic che riflettono il suo più significativo impatto sull'economia, sull'ambiente, e sulle persone, incluso l'impatto sui diritti umani"⁵⁴. Come precedentemente accennato, è evidente che il GRI preferisca che all'interno del bilancio sociale emergano informazioni di tipo prettamente non finanziario.

Per riflettere sia sull'impatto dello sviluppo sostenibile su di un'organizzazione che sull'impatto di un'organizzazione sullo sviluppo sostenibile, anche il *Sustainable Development Goal Disclosure*, infine, ha definito le informazioni materiali sullo sviluppo sostenibile come "qualsiasi informazione che è ragionevolmente capace di fare la differenza rispetto alle conclusioni tratte da: stakeholders riguardo gli impatti positivi e negativi dell'organizzazione sul raggiungimento globale degli SDGs, e fornitori di finanziamenti riguardo la capacità dell'organizzazione di creare valore a lungo termine per l'organizzazione e la società"⁵⁵.

⁵³ (EFRAG, 2021): "Identifying sustainability matters that are material in terms of the impacts of the reporting entity's own operations and its values chain (impact materiality), based on: (i) the severity (scale, scope and remediability) and, when appropriate, likelihood of actual and potential negative impacts on people and the environment; (ii) the scale, scope and likelihood of actual positive impacts on people and the environment connected with companies' operations and value chains; (iii) the urgency derived from social or environmental public policy goals and planetary boundaries."

⁵⁴ GRI revised its definition of materiality in an exposure draft (GRI, 2020) to: "the organization prioritizes reporting on those topics that reflect its most significant impacts on the economy, environment, and people, including impacts on human rights."

⁵⁵ (Adams, 2020): "Material sustainable development information is any information that is reasonably capable of making a difference to the conclusions drawn by: 1) stakeholders concerning the positive and

Dall'applicazione della doppia materialità nella redazione dei report di sostenibilità, le aziende possono trarre numerosi benefici. Un'analisi della materialità, soprattutto se fatta - come si presuppone - con onestà intellettuale, rappresenta una vera e propria mappa strategica per l'attività aziendale, che aiuterà ad orientarsi anche in prospettiva, ad individuare gli stakeholders con cui è possibile instaurare nuove e più profonde relazioni di responsabilità reciproche, gli impatti sugli stakeholders ed il ritorno di questi impatti su tutta l'azienda, individuando i rischi e le opportunità da cogliere.

Ovviamente, gli investimenti nella sostenibilità possono essere considerati costosi se si guarda ad un breve periodo; eppure, diversi studi hanno dimostrato che le aziende traggono spesso vantaggi se si applica una visione dell'azienda a lungo termine. Nello specifico, alcuni risultati empirici rivelano che gli investimenti su temi ESG materiali possono migliorare le performance finanziarie dell'impresa, influenzando positivamente anche l'accuratezza delle previsioni degli analisti, in quanto gli analisti percepiscono le informazioni sulla sostenibilità su questioni materiali come un segnale di buone prestazioni nell'ambito ambientale e sociale, maggiore trasparenza e minore incertezza che si traduce, poi, in previsioni più accurate – e l'informativa sui prezzi delle azioni delle società quotate; gli investimenti in aspetti non materiali, invece, spesso non hanno alcun impatto sulla performance finanziaria dell'impresa⁵⁶.

Certamente, esistono anche delle problematiche riscontrate in alcuni studi riguardanti l'applicazione della doppia materialità: alcune aziende, ad esempio, non hanno strutture organizzative adeguate ad applicare la doppia materialità alle questioni legate alla sostenibilità, altre si sono accorte che la doppia materialità garantisce dei vantaggi solo di

negative impacts of the organisation on global achievement of the SDGs, and 2) providers of finance concerning the ability of the organisation to create long term value for the organisation and society.”

⁵⁶ ADAMS C. A., ALHAMOOD A., HE X., TIAN J., WANG L., WANG, Y. (2021). The double-materiality concept: application and issues.

breve periodo. Come logica conseguenza, spesso le imprese tendono a sovrastimare le buone prestazioni di sostenibilità, ignorare di informare il pubblico quando queste sono scarse e ad utilizzare i bilanci sociali o altri report di sostenibilità esclusivamente per legittimare le proprie attività e azioni, spesso fuorviando i propri *stakeholders*⁵⁷.

Senza una completa e chiara comprensione delle questioni “materiali” per le varie categorie di *stakeholders*, le organizzazioni e le società continueranno a non essere capaci di soddisfare il bisogno informativo degli *stakeholders*. Il concetto di materialità contiene ancora un grado forte di flessibilità ed è considerato più come un’opinione manageriale che un processo che segue determinate regole comuni. Questo è possibile proprio perché è presente ancora una forte soggettività nell’analisi di materialità che, appunto, ha poi spinto negli ultimi anni ad istituire, e poi scegliere, *standard setters* che si occupino in maniera oggettiva e a livello internazionale della promulgazione di standard di sostenibilità. È chiaro, quindi, che esiste ancora un forte *gap* rispetto ai principi contabili internazionali promulgati dallo IASB che ormai sono ampiamente diffusi in tutto il mondo: forse è anche per questo che le società danno più spazio alla materialità finanziaria che, tuttavia, se non combinata ad un regime di rendicontazione della sostenibilità appropriato, può essere danneggiata, compromettendo lo sviluppo sostenibile e, ironia della sorte, il successo finanziario a lungo termine di un’impresa.

⁵⁷ (Machado et al., 2020): nel loro studio, gli autori hanno esaminato 140 *report* di sostenibilità, riscontrando che il processo di valutazione della materialità non era né chiaro né esplicito. Gli autori concludono il loro lavoro affermando anche che le imprese, quindi, hanno ancora ampi margini di manovra per determinare la priorità delle proprie informazioni legate alla sostenibilità da divulgare: esse lo fanno in base ai loro valori e alle proprie esigenze, cioè in base alle proprie convenienze.

2.2 Il decreto legislativo 2016, n. 254 sulla Disclosure non finanziaria

Nell'ordinamento italiano la direttiva 2014/95/UE è stata recepita mediante il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, il quale introduce l'obbligo per gli enti di interesse pubblico (di seguito anche EIP) con più di 500 dipendenti di rendicontare la *disclosure* sui dati non finanziari e sulla diversità. L'obiettivo del decreto, le cui disposizioni devono applicarsi ai bilanci con inizio di esercizio a partire dal 1 gennaio 2017, consiste nel fornire un'informativa integrata e complementare di quanto riportato nel bilancio d'esercizio, al fine di comprendere adeguatamente l'attività svolta, l'andamento e i risultati conseguiti e mettere gli stakeholders nella condizione di poter prendere decisioni consapevoli.

Si è in presenza di un ente di interesse pubblico quando:

- Il numero dei dipendenti è superiore a 500;
- Alla fine dell'anno fiscale, si rispetta uno dei seguenti requisiti:
 - Valore patrimoniale netto superiore a € 20 milioni;
 - Totale ricavi netti superiori a € 40 milioni.

A partire dall'anno fiscale 2017, gli EIP hanno l'obbligo di divulgare all'interno dei propri report non finanziari, tra le altre informazioni, quelle relative all'impatto ambientale e sociale della propria attività, nonché informazioni sui diritti umani, sull'occupazione, sul contrasto alla corruzione attiva e passiva (art. 3 comma 1). Nello specifico, l'articolo 3⁵⁸

⁵⁸ Il d.lgs 254/2016 individua tre tipologie di dichiarazione non finanziaria, disciplinate rispettivamente dagli articoli 3, 4 e 7: dichiarazione non finanziaria individuale, consolidata e volontaria; ciò che le distingue riguarda il perimetro di rendicontazione delle informazioni, l'obbligo di asseverazione e l'assoggettamento alle disposizioni di legge. Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, un ente di interesse pubblico (che è società madre di un gruppo di grandi dimensioni) non è soggetto all'obbligo di redigere la dichiarazione non finanziaria qualora tale ente di interesse pubblico rediga una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario (è anche una società figlia ricompresa nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario) oppure tale ente e le sue eventuali società figlie sono ricomprese nella dichiarazione di carattere non finanziario consolidata resa: a) da un'altra società madre soggetta ai medesimi obblighi o b) da una società madre europea che redige tali dichiarazioni ai sensi e conformemente agli articoli 19-bis e 29-bis della direttiva 2013/34/UE. Per quanto attiene il perimetro di rendicontazione, per le Dichiarazioni consolidate di carattere non finanziario, il d.lgs.

sancisce che la dichiarazione copre «temi» che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa» e che debba contenere almeno:

- a) una breve descrizione del modello aziendale dell'impresa;
- b) una descrizione delle politiche applicate dall'impresa comprese le procedure di dovuta diligenza applicate e i risultati connessi;
- c) i principali rischi legati alle attività dell'impresa;
- d) gli indicatori fondamentali di prestazione di carattere non finanziario.

Inoltre, gli EIP italiani devono informare i lettori dei *report* aziendali «almeno», come stabilito dall'art. 3 co. 2, circa le risorse energetiche impiegate (ad esempio, se rinnovabili o non rinnovabili), le emissioni di gas serra nell'atmosfera per supportare l'attività aziendale; l'impatto ambientale, lo *status* di salute e di sicurezza delle proprie attività, evidenziandone anche i potenziali rischi ambientali e sanitari; gli aspetti sociali e le problematiche relative alla gestione dei dipendenti, con particolare riferimento alla parità di genere e alla prevenzione della discriminazione; prevenzione della corruzione. A tal proposito, si ricorda che il decreto si basa sul principio *comply or explain*, secondo cui è possibile non fornire informazioni in merito ad uno o più ambiti di cui al comma 1, purché si indichino all'interno della dichiarazione le ragioni che motivino tale scelta.

Il *report* attraverso cui avviene la *disclosure* di informazioni non finanziarie, secondo l'articolo 2428 c.c., può essere incluso nel bilancio annuale o in un'apposita sezione della

254/2016 prevede che il perimetro di rendicontazione coincida con il perimetro del consolidato finanziario. Tuttavia, l'art. 4 del Decreto prevede che tale perimetro possa essere ristretto, purché si facciano rientrare tutte quelle Società che, con il loro contributo, siano in grado di assicurare la comprensione dell'attività del Gruppo, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto dalla stessa prodotta. I driver che possono essere utilizzati per determinare le Società che fanno parte del perimetro di rendicontazione della DNF consolidata possono essere: 1) Totale del fatturato di ciascuna Società sul totale fatturato consolidato; 2) Totale dei dipendenti di ciascuna Società sul totale consolidato della forza lavoro; 3) L'attività svolta dalle singole Società in relazione al core business del Gruppo.

relazione sulla gestione o in una relazione separata. Dopo l'approvazione della relazione da parte del consiglio di amministrazione, essa dovrà essere valutata dai revisori dei conti, ad esempio attraverso un'attestazione di conformità al decreto legislativo e successivamente essere pubblicata nel Registro delle Imprese. Tuttavia, la dichiarazione non finanziaria dovrebbe fornire anche una dichiarazione dello standard o, comunque, della regolamentazione, utilizzato per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie e degli indicatori adottati.

Alcuni studi hanno osservato come la *disclosure* informativa sui temi di responsabilità sociale sia stata da sempre considerata utile dalle aziende italiane. Balluchi et al. (2020) ritengono che, addirittura, sia stato proprio il comportamento virtuoso delle società italiane ad aver ispirato il legislatore italiano nel rendere obbligatoria la divulgazione delle informazioni non finanziarie di natura ambientale e sociale a partire, come detto, dal 2017. Infatti, gli autori concentrano la propria analisi sulle società quotate italiane che nel decennio 2007-2016, quindi in un contesto di non obbligatorietà, hanno deciso di pubblicare volontariamente i rapporti di CSR. I risultati rivelano che, nel decennio preso in considerazione, il numero di report legati alla CSR è cresciuto in maniera costante e potrebbe aver incoraggiato il Legislatore Italiano⁵⁹.

Lombardi et al. (2021), invece, mostrano nel loro studio come la direttiva dell'UE abbia promosso delle modifiche alle pratiche di rendicontazione delle grandi società pubbliche italiane e come le “pressioni” esterne dei vari *stakeholders* abbiano spinto le società italiane a modificare le proprie pratiche organizzative interne, in termini di nuovi processi, procedure e strutture interne. Gli autori ritengono che questi cambiamenti siano motivati dall'esigenza

⁵⁹ (Balluchi et al., 2020): “*The analysis focused on voluntary CSRD (2007–2016) implemented by Italian listed companies in the 10-year period and shows that in a nonmandatory context the number of CSR reports published grew steadily. It reveals the voluntary behavior of Italian companies, compliance with the requirements of the Decree with reference to the different dimensions of sustainability, and to the use of international standards and guidelines*”.

delle aziende italiane di garantire informazioni non finanziarie affidabili da inserire nei propri report di sostenibilità, col fine ultimo di creare valore sia per sé stessi che per gli *stakeholder*.

2.3 Un overview dei framework del non-financial reporting

Come già brevemente accennato, attualmente non esiste uno standard comune a livello globale a cui le aziende si affidano nella redazione del reporting non finanziario. Pertanto, potranno decidere di basarsi su una propria metodologia di rendicontazione o in alternativa, rifarsi ad uno degli standard riconosciuti a livello nazionale o internazionale. Le organizzazioni che sviluppano tali standard sono diverse, seppure in fin dei conti le linee guida emanate presentano alcuni tratti simili. Tra gli enti principali vi sono: il *Global Reporting Initiative* (GRI), la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), il *Climate Disclosure Standard Board* (CDSB), il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB), *L'International Integrated Reporting Council* (IIRC). In aggiunta, il 3 novembre 2021 durante la COP26 di Glasgow, l'IFRS ha annunciato la costituzione dell'*International Sustainability Standard Board* (ISSB)⁶⁰, la cui *mission* consiste nella realizzazione di un riferimento compatto a livello globale circa la divulgazione di standard di sostenibilità di alta qualità⁶¹.

⁶⁰ Si rimanda al capitolo 3 del presente lavoro per approfondimenti sull'ISSB.

⁶¹ (Lykkesfeldt & Kjaergaard, 2022): “Recently, at the COP26 UN global summit in November 2021, the IBC, WEF and the international financial reporting standards foundation (IFRS) announced the formation of the International Sustainability Standards Board (ISSB). ISSB will develop a global compressive baseline of high-quality sustainability disclosure standards.”

2.3.1 Global Reporting Initiative (GRI)

Correntemente gli standard e le linee guida più popolari nell'ambito del reporting sociale ed ambientale vengono promulgati dal *Global Reporting Initiative* (GRI), organizzazione no profit che promuove la cultura della sostenibilità nel mondo, che fu istituita nel 1997 dalla *Coalition for Environmentally Responsible Economies* (CERES) in collaborazione con la *United National Environmental Programme* (UNEP) con sede a Boston.

Essa è da considerarsi un'istituzione internazionale indipendente⁶² che attualmente ha sede ad Amsterdam, il cui modello rappresenta lo strumento più utilizzato e diffuso a livello internazionale per la rendicontazione volontaria.

I *Global Reporting Initiative* Standards consentono a qualsiasi organizzazione, grande o piccola, privata o pubblica, di comprendere e riferire sull'impatto delle proprie attività sull'economia, sull'ambiente e sulle persone in modo comparabile e credibile, aumentando così la trasparenza sul proprio contributo allo sviluppo sostenibile. Oltre alle società di rendicontazione, gli standard sono estremamente rilevanti per molte parti interessate, tra cui investitori, *policymakers*, società di capitali e società civile.

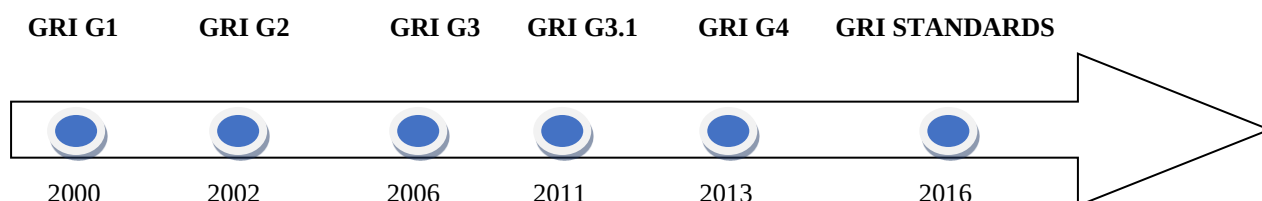
Difatti, i GRI Standards rappresentano “le *best practices* a livello globale per il reporting di sostenibilità. Il reporting sulla sostenibilità basato sugli Standards fornisce informazioni sul contributo positivo o negativo allo sviluppo sostenibile di un'organizzazione e permette di rendicontare i propri impatti economici, ambientali e sociali”⁶³.

⁶² (Dallai, 2020) parla di un «certo grado di autosufficienza», in particolare: “la creazione del *Global Sustainability Standards Board* (GSSB) nel 2014 e i relativi cambiamenti nella struttura di governance hanno rafforzato l'indipendenza del GRI che è caratterizzato da un modello di business che mira a un certo grado di autosufficienza. Il finanziamento è garantito da diverse fonti, tra cui governi, aziende, fondazioni, organizzazioni partner e sostenitori.”

⁶³ (GRI, 2016): “The GRI Standards represent global best practice for reporting publicly on a range of economic, environmental and social impacts. Sustainability reporting based on the Standards provides information about an organization's positive or negative contributions to sustainable development.”

Nel tempo si sono succedute diverse versioni delle linee guida pubblicate dal GRI: la prima versione è stata pubblicata nel 2000, la seconda nel 2002, la terza nel 2006. Nel maggio 2013, infine, è stata emanata la quarta generazione delle linee guida durante la *Global Conference on Sustainability and Reporting*: il GRI SR *Guidelines G4*. I GRI Standards, basati sulla G4, rappresentano l'ultima edizione dello standard di rendicontazione del GRI e sono stati emessi a fine 2016 dal *Global Sustainability Standard Board (GSSB)*, un organismo di normazione indipendente creato dal GRI. La figura 2.2 mostra l'evoluzione del Framework GRI.

Figura 2.2. Evoluzione del Framework GRI



Fonte: elaborazione personale

Nel passaggio dalle “Guidelines” agli “Standards” il modello di reporting del GRI assume una nuova struttura che può definirsi “modulare”. Nello specifico, si tratta di 36 GRI Standards non più suddivisi in categorie bensì in quattro serie: 100, 200, 300 e 400.

La serie 100 è composta da tre *Universal Standard* che possono essere utilizzati da qualunque organizzazione che prepari un bilancio secondo i GRI Standards.

Gli *Universal Standard* includono:

- GRI 101 “Foundation”: include i principi di reporting per la definizione dei contenuti e la qualità del bilancio, i requisiti per utilizzare gli standards;
- GRI 102 “*General Disclosures*”: riguardo le modalità di rendicontazione tra cui informazioni sul profilo aziendale, strategia, etica e integrità, governance, attività di stakeholder engagement e processo di rendicontazione.
- GRI 103 “*Management Approach*”: si tratta di un approccio gestionale che prevede, cioè, la rendicontazione di informazioni sulla gestione aziendale dei temi materiali (quelli individuati all’interno dei *Topic-specific Standard* – serie 200, 300 e 400 – ed eventuali altri temi materiali specifici dell’azienda). Inoltre, include informazioni sul perché il tema è materiale, dove si verificano gli impatti (*topic boundary*⁶⁴) e come l’azienda gestisce gli impatti.

Le altre serie (200, 300 e 400) contengono i 33 *topic-Specific Standard*, cioè le informazioni da rendicontare sugli impatti di un’organizzazione in relazione ai temi economici, ambientali e sociali e per questo raggruppati per argomento nelle categorie *Economic*, *Environmental* e *Social* tra cui individuare quelli rilevanti in base all’analisi di materialità effettuata dalla specifica azienda.

Dunque, la preparazione di un bilancio di sostenibilità conforme agli Standard emanati dal GRI prevede l’applicazione dei principi di reporting previsti dal GRI 101, in modo da identificare quei temi economici, ambientali e/o sociali rilevanti, ovvero “materiali”. A loro volta, i temi individuati come materiali consentono di scegliere tra i *Topic-specific Standard* che l’azienda deve considerare per preparare il bilancio di sostenibilità. È possibile anche

⁶⁴ “*The topic boundary is the identification of where the impacts occur that make the topic material and the type of engagement of the company with respect to such impacts.*” (Dallai & Riva 2020)

utilizzare Singoli Topic-specific Standard per rendicontare informazioni specifiche, qualora non sia necessario preparare un reporting completo⁶⁵.

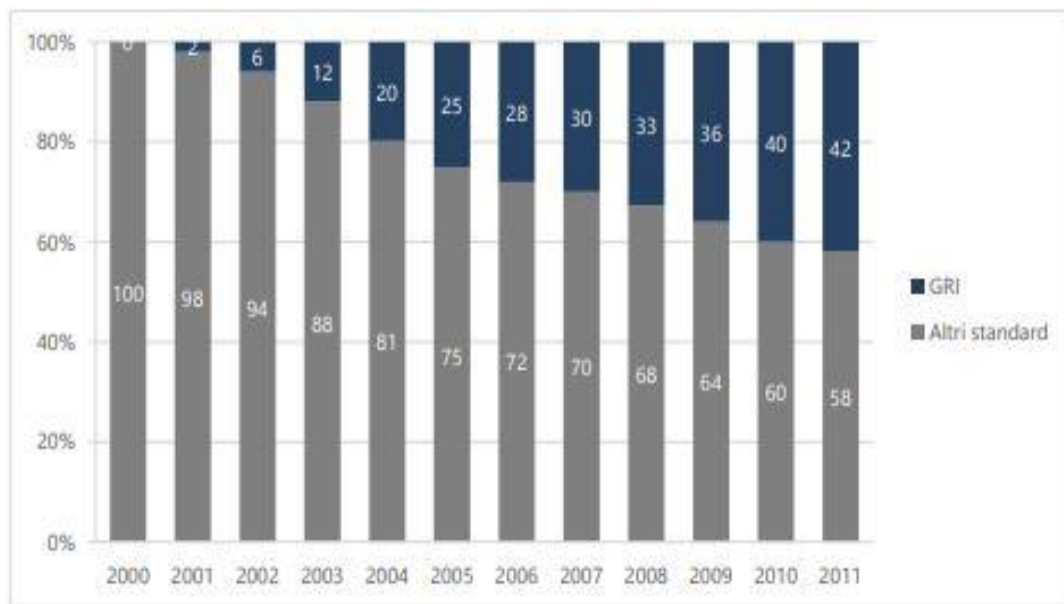
Per la prima volta, l'azienda ha la possibilità di scegliere anche solo alcuni standard per rendicontare determinate informazioni. Il vantaggio di questa nuova struttura modulare consiste nella possibilità di aggiornare più frequentemente i contenuti dei singoli standard.

Un ulteriore elemento di novità è rappresentato dall'attenzione attribuita al concetto di *materiality*, cioè di rilevanza, delle informazioni da fornire agli stakeholders. L'idea di fondo, infatti, è che un report integrato deve fornire informazioni sugli aspetti che influiscono in modo significativo sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine, focalizzandosi sugli impatti interni ed esterni su economia, ambiente e società⁶⁶. Ad oggi, le SR *Guidelines* sono molto diffuse e il loro trend è in crescita come emerge dalla figura 2.3.

⁶⁵ In questo caso si parla di approccio GRI-referenced.

⁶⁶ SCHIEHL, E., & KOLAHGAR, S. (2021). Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 840-855; LOMBARDI, R. (2021). The Corporate Sustainability Reporting and Disclosure. In *The Going-Concern-Principle in Non-Financial Disclosure*. Springer, Cham.

Figura 2.3: Organizzazioni con report CR redatti con le GRI SR Guidelines



Fonte: FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI (2015). *GRI Sustainability Reporting Guidelines* e IIRC *Integrated Reporting Framework*

Tra i motivi che certamente stanno favorendo la diffusione di tali linee guida vanno certamente annoverate l'ampiezza del sistema di indicatori sviluppato, che permette l'utilizzo degli stessi da parte di una ampia platea di soggetti, la previsione di procedure di redazione multistakeholder, che dovrebbe permettere di considerare le prospettive dei diversi portatori di interesse, ed infine, la possibilità di procedere a livelli di adozione differenziati e/o parziali⁶⁷. Infine, secondo Dallai (2020), grazie a questa nuova struttura modulare dei GRI Standards è possibile un più facile e frequente aggiornamento del contenuto dei singoli standard al fine di integrare in modo più tempestivo eventuali elementi derivanti dall'evoluzione dei vari aspetti.

⁶⁷ FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI (2015). *GRI Sustainability Reporting Guidelines* e IIRC *Integrated Reporting Framework*.

2.3.2 International Integrated Reporting Council (IIRC)

Diverse aziende, organizzazioni, università, standard setters hanno deciso da tempo di riunirsi in un'associazione internazionale denominata *International Integrated Reporting Council* (IIRC), con il fine di implementare appunto l'*integrated reporting*, definendo i requisiti, i principi, i criteri in un unico modello la cui applicazione permette di aiutare le organizzazioni nella rendicontazione di quelle informazioni sociali, ambientali e di governance, evidenziandone anche le varie interconnessioni⁶⁸.

L' IIRC è stato istituito nel 2010 dall' A4S⁶⁹ in collaborazione con il GRI con lo scopo di sviluppare uno standard di rendicontazione che integrasse la comunicazione di informazioni economico-finanziarie con i fattori ESG. Nel settembre 2011 l'IIRC pubblica la prima bozza di *framework* per il report integrato ed il mese successivo, al fine di valutare e migliorare il Discussion Paper, lancia un Pilot Program di durata triennale per ricevere, da oltre 75 aziende su scala globale, informazioni utili su come avrebbe dovuto svilupparsi il *framework*. L'idea è stata quella di fare nell'ambito della sostenibilità quello che gli IFRS fanno nell'informativa economico-finanziaria. Lo scopo dell'IIRC è quindi quello di focalizzare l'attenzione dell'opinione pubblica sul cosiddetto *integrated reporting*, scandagliando i settori più importanti in cui sembra necessario un intervento di carattere scientifico e valutando se gli standard devono essere rispettati in maniera obbligatoria o facoltativa. Inoltre, l'IIRC mira anche a predisporre un proprio set di standard che permettano di "regolamentare" un processo che metta insieme, in maniera trasparente, la raccolta, l'analisi

⁶⁸ LOMBARDI, R. (2021). The Corporate Sustainability Reporting and Disclosure. In *The Going-Concern-Principle in Non-Financial Disclosure* (pp. 31-77). Springer, Cham.

⁶⁹ Accounting for Sustainability (A4S) was established by HRH The Prince of Wales in 2004, <https://www.accountingforsustainability.org/en/about-us/overview.html>

e la comunicazione di quei dati ed informazioni *non financial* come quelli legati al paradigma ESG e al concetto di sostenibilità.

Nel 2013 l'IIRC pubblica l'International Framework con l'obiettivo di aiutare le aziende a creare un report che possa contribuire a promuovere la stabilità economica e finanziaria e lo sviluppo sostenibile. Il report integrato è stato definito dal Framework come una “comunicazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione consentono di creare valore, nel breve medio e lungo periodo, nel contesto in cui essa opera”⁷⁰.

Il Framework si compone di tre principali sezioni all'interno delle quali vengono descritti i concetti fondamentali, i principi guida ed i contenuti del report integrato. I tre concetti fondamentali per la redazione del report integrato, spiegati nella prima parte dell'International Framework, sono:

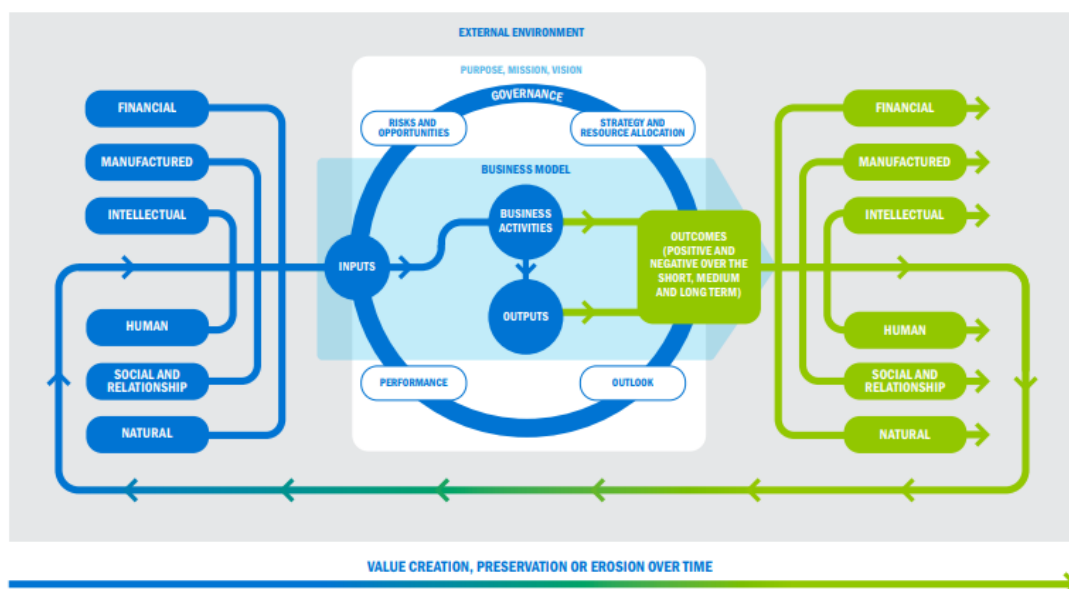
- La creazione di valore per l'organizzazione e per gli altri, che deriva da una serie di attività, interazioni e relazioni che generano esternalità positive o negative e determinano l'incremento o la riduzione dei capitali aziendali.
- I capitali, che all'interno del framework sono distinti in sei tipologie. Essi costituiscono le risorse che possono essere incrementate, ridotte o trasformate attraverso le attività aziendali. Questi capitali sono tra loro interconnessi in quanto l'incremento di uno può generare il decremento di altri e viceversa. Le sei tipologie di capitale sono: capitale finanziario, capitale produttivo, capitale intellettuale, capitale umano, capitale sociale e relazionale e capitale naturale.

⁷⁰ IIRC, The International IR Framework, 2013

- Il processo di creazione di valore e i suoi componenti che sono: l'ambiente esterno, la mission e la vision, la governance, il modello di business, i rischi e le opportunità, le strategie e l'allocazione delle risorse, la performance e le prospettive future⁷¹

La figura seguente mostra il processo di creazione di valore proposta sul sito dell'Integrated Reporting (Figura 2.4).

Figura 2.4: Il processo di creazione di valore



Fonte: sito web dell'Integrated Reporting Framework. (www.integratedreporting.org)

L'*external environment* contiene al suo interno tutti quegli elementi di natura economica, tecnologica, sociale ed ambientale che caratterizzano lo spazio in cui lavora

⁷¹ <https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Italian.pdf>

l'organizzazione. La *vision* e la *mission* riguardano rispettivamente il fine e lo scopo dell'organizzazione, in termini chiari e concisi.

Per quanto riguarda la *governance*, questa ha l'obiettivo di generare una struttura di supervisione appropriata, che aiuti la capacità di creazione del valore dell'organizzazione. Il fulcro dell'organizzazione è rappresentato dal suo *business model*, che usa il capitale apportato dai soci e dai finanziatori, li trasforma in input e, successivamente, li converte in output (prodotti, servizi, sottoprodotti e scarti) attraverso le attività aziendali. La capacità del *business model* di rispondere ai cambiamenti può impattare sulla continuità dell'attività aziendale nel lungo termine.

Le attività aziendali (*business activities*), infine, possono annoverare al suo interno la pianificazione, la progettazione e la produzione di beni, oppure la fornitura di competenze e conoscenze specialistiche durante l'erogazione di servizi. La promozione di una cultura dell'innovazione costituisce spesso un'attività chiave per l'ideazione di nuovi beni e nuovi servizi in grado di anticipare la domanda dei clienti, migliorando l'efficienza e l'uso della tecnologia, sostituendo gli input in modo da minimizzare gli impatti sociali o ambientali avversi e trovando utilizzi alternativi per gli output.

Al termine dell'implementazione delle attività aziendali, ovviamente vanno monitorati ed analizzati i risultati: in quest'ambito trova rilevanza il c.d. *risk management* che, al suo interno, tiene conto anche della valutazione delle performance interne dell'aziende e dei rischi esterni proveniente dal contesto esterno.

L'IR Framework, infine, indica sul proprio sito web anche che l'organizzazione “ha bisogno di informazioni sulle proprie performance, il che implica la definizione di sistemi di misurazione e monitoraggio per fornire le informazioni di supporto al processo decisionale. Il processo di creazione di valore non è statico. Una regolare revisione dei singoli

componenti e delle interazioni con gli altri componenti, nonché un focus sulle prospettive future dell'organizzazione, comportano la revisione e il perfezionamento di tutti i componenti”.

Ovviamente, questi elementi non hanno portato ad un conflitto tra le SR Guidelines e l'IR Framework in quanto i due standard hanno obiettivi in parte diversi, sebbene entrambi mirino a perseguire la trasparenza e la completezza informativa sui fattori legati al governo d'impresa e alla sostenibilità, senza dimenticare comunque gli elementi di natura economico-finanziaria: alla fine, una società potrebbe adottare entrambe gli standard.

Tuttavia, il fatto che manchi un unico *board* di riferimento che emani standard accettati a livello globale può comunque portare a delle difficoltà legate alla comparazione delle informazioni riportate dalle organizzazioni, soprattutto nell'ambito dell'informativa *non-financial*. Ciononostante, va ricordato che *l'integrated reporting* riduce la distanza tra azionisti e stakeholder.

2.3.3 L'istituzione della Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

Nel 2015 i ministri delle finanze del G20 e i governatori delle banche centrali si rivolgono al Financial Stability Board (FSB) per chiedere un supporto sulla in che modo il settore finanziario possa tenere conto delle questioni legate al clima. A tal proposito, col fine di migliorare l'attuale sistema informativo e la conoscenza relativa ai rischi ed alle opportunità legati alle questioni climatiche, costituisce la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

La TCFD è stata dunque costituita con la finalità di rendere disponibili raccomandazioni sulla disclosure relativa alle questioni climatiche.

Dopo aver pubblicato nel 2016 i *drafts* delle raccomandazioni, invitando ai feedback per un periodo di consultazione di 60 giorni, la TCFD pubblica le raccomandazioni definitive “*Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*” a giugno 2017 con riguardo a 4 aree tematiche (Figura 2.5):

- “Governance”: viene richiesto di divulgare quanto la governance dell’organizzazione sia consapevole degli impatti dei cambiamenti climatici e in che modo li gestisca. Nello specifico, l’informativa che viene raccomandata è di due tipi: a) Il grado di supervisione da parte del Consiglio di Amministrazione su rischi e opportunità derivanti dal cambiamento climatico. b) Qual è il ruolo del management nella valutazione e nella gestione dei rischi e delle opportunità derivanti dal cambiamento climatico.

- “Strategia”: si richiede di divulgare gli impatti attuali e potenziali dei rischi e delle opportunità legate al cambiamento climatico sul modello di business dell’organizzazione e sulla pianificazione strategica e finanziaria. Nello specifico, l’informativa che viene raccomandata è di tre tipi: a) Descrivere i rischi e le opportunità legati al cambiamento climatico che l’organizzazione ha identificato nel breve, medio e lungo termine. b) Descrivere l’impatto dei rischi e delle opportunità legati al cambiamento climatico sul modello di business, la strategia e la pianificazione finanziaria dell’organizzazione. c) Descrivere la resilienza della strategia dell’organizzazione, prendendo in considerazione diversi scenari legati al clima, incluso uno scenario di 2°C o inferiore.

- “Risk management”: viene richiesta la divulgazione di informative inerenti a quali siano i processi di identificazione e valutazione dei rischi derivanti dal cambiamento climatico. Nello specifico, l’informativa che viene raccomandata è di tre tipi: a) Quali sono i processi per l’identificazione e la valutazione dei rischi legati al cambiamento climatico predisposti dalla società. b) Quali sono i processi predisposti per la gestione dei rischi legati al clima. C)

Descrivere come i processi per identificare, valutare e gestire i rischi legati al clima sono integrati nella gestione complessiva del rischio dell'organizzazione.

- “Metriche e target”: Relativamente a quest’area, le raccomandazioni del TCFD evidenziano la necessità di indicare le metriche utilizzate per gestire i rischi climatici. In tal senso, si raccomanda di a) Descrivere quali sono le metriche utilizzate dalla società per la valutazione dei rischi e delle opportunità derivanti dai cambiamenti climatici in linea con la propria strategia e il processo di gestione dei rischi complessivo. b) Descrivere i quantitativi di emissione di gas a effetto serra e i rischi connessi al processo produttivo.
- c) Descrivere quali target vengono individuati per la gestione dei rischi e delle opportunità, nonché le performance previste nel perseguire tali obiettivi.

Figura 2.5 Raccomandazioni sulla disclosure della Task Force on Climate-related Financial Disclosures

GOVERNANCE	STRATEGIA	RISK MANAGEMENT	METRICHE E TARGET
Informativa sugli aspetti di governance collegati ai rischi e alle opportunità inerenti al cambiamento climatico	Informativa sugli impatti, attuali e potenziali, dei rischi e delle opportunità inerenti al cambiamento climatico sul business, le strategie e la pianificazione finanziaria	Informativa sui processi di identificazione e valutazione dei rischi collegati al cambiamento climatico	Metriche e target usati per valutare e gestire rilevanti rischi e opportunità collegati al cambiamento climatico
Informativa raccomandata	Informativa raccomandata	Informativa raccomandata	Informativa raccomandata
a) Supervisione da parte del board dei rischi e opportunità legati al cambiamento climatico	a) Rischi e opportunità legati al cambiamento climatico in diversi orizzonti temporali (breve, medio e lungo termine)	a) Processi di identificazione e valutazione dei rischi collegati al cambiamento climatico	a) Metriche usate per valutare i rischi e le opportunità collegati al cambiamento climatico in linea con la strategia e il processo di risk management
b) Ruolo del management nel valutare e gestire i rischi e le opportunità legati al cambiamento climatico	b) Impatto dei rischi e delle opportunità inerenti al cambiamento climatico sul business, le strategie e la pianificazione finanziaria	b) Processi per la gestione dei rischi collegati al cambiamento climatico	b) Emissione di gas serra e rischi connessi
	c) Resilienza delle strategie alla luce di differenti scenari relativi al clima	c) Integrazione dei processi di identificazione, valutazione e gestione dei rischi collegati al cambiamento climatico	c) Target usati per gestire rischi e opportunità collegati al cambiamento climatico

Fonte: OIBR- Rischio climatico, finanziamento d’impresa e coperture assicurative: contesto di riferimento e ruolo dell’informativa non finanziaria (giugno 2020).

2.3.4 Dal *Non-financial reporting* al *Sustainability Reporting*: La *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD)

Il 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha pubblicato la proposta 2021/0104 di una *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) che sostituisce l'attuale Direttiva 2014/95/UE a partire dall'esercizio finanziario 2024. Attraverso questa nuova Direttiva, approvata a novembre 2022, l'UE non solo abbandona l'espressione "*non-financial reporting*" per preferire quella di "*sustainability reporting*", ma intende seguire anche le raccomandazioni dell'European Lab dell'EFRAG per riformulare il principio di materialità. In tale contesto, infatti, il concetto di doppia materialità, che era stato per la prima volta reso noto all'interno delle "*Guidelines on non-financial reporting: supplement on reporting climate related information*", diviene l'aspetto caratterizzante della CSR directive che chiarisce: "Le grandi imprese [...] includono nella relazione sulla gestione le informazioni necessarie per comprendere l'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità e le informazioni necessarie per comprendere in che modo le questioni di sostenibilità influiscono sullo sviluppo, le prestazioni e la posizione dell'impresa"⁷². Viene per la prima volta concepita una visione unificata di materialità, non più solo finanziaria o relativa all'impatto sull'ambiente.

Una delle modifiche più significative apportate al regime europeo di rendicontazione di sostenibilità è l'introduzione – esplicita – del principio della "doppia materialità" (Baumüller & Sopp, 2021). Nell'analisi degli aspetti da rendicontare, le aziende devono considerare sia gli aspetti che incidono sulla loro performance e posizione finanziaria a breve, medio e lungo

⁷² EUROPEAN COMMISSION (2022): "*Large undertakings [...] shall include in the management report information necessary to understand the undertaking's impacts on sustainability matters, and information necessary to understand how sustainability matters affect the undertaking's development, performance and position.*"

termine (prospettiva *outside-in*), sia gli impatti, attuali e potenziali, positivi e negativi, delle loro attività sugli stakeholder e sull'ambiente (prospettiva *inside-out*). Per la prima volta viene specificato che esiste per le imprese un obbligo di rendicontazione anche per questioni di sostenibilità che sono materiali solo da una delle due prospettive dichiarate, le imprese sono chiamate a considerare ciascuna prospettiva di rilevanza individualmente.

In aggiunta a ciò, è previsto un nuovo obbligo di segnalazione rispetto alle informazioni sui beni immateriali che non sono comunicate a sufficienza. Il CSRD fa riferimento al capitale intellettuale, umano, sociale e relazionale, ma sottolinea anche l'importanza delle informazioni legate alla ricerca e allo sviluppo.

Ancora, un ulteriore elemento di novità contenuto nella direttiva riguarda il perimetro delle società che rientrano nel regime di rendicontazione. Come si è visto in precedenza, la NFRD richiede la soddisfazione di tre criteri: deve trattarsi di “grandi imprese” che siano “enti di interesse pubblico” con “più di 500 dipendenti durante l'esercizio”, mentre il CSRD estende notevolmente il campo di applicazione. Il rapporto di sostenibilità dovrà essere redatto da tutte le grandi società e tutte le società quotate in un mercato regolamentato, ad eccezione delle microimprese.

Per la rendicontazione consolidata di sostenibilità, tutte le società madri di grandi gruppi rientrano nell'ambito della CSRD. Per la prima volta, anche gli emittenti di paesi terzi all'interno dell'UE devono predisporre rapporti di sostenibilità basati sul diritto europeo. Questo mira a stabilire un "campo di gioco equo" per le aziende europee ed evitare, al contrario, una disparità di trattamento.

È prevista inoltre, l'applicazione dell'articolo 8 del regolamento sulla tassonomia per tutte le società a cui si applica il regime CSRD. Nello specifico sono obbligate a indicare in che

misura il loro fatturato e la quota delle spese in conto capitale e di quelle operative possano essere associati ad attività sostenibili.

Le imprese hanno l'obbligo di preparare le informazioni in un unico formato di rendicontazione elettronica (secondo il regolamento ESEF) che prevede un "tag digitale". La "taggatura digitale" è essenziale per sfruttare le opportunità offerte dalle tecnologie digitali ed assicurarne la trasparenza grazie al Punto di Accesso Unico Europeo (ESAP). L'ESAP è stato annunciato nel Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e dovrebbe garantire l'accesso universale delle informazioni pubbliche finanziarie e relative alla sostenibilità entro il 2024.

Sulla base delle prime valutazioni della Commissione UE, l'ampliamento dell'ambito proposto dovrebbe portare ad un aumento del numero di aziende che devono comunicare informazioni sulla sostenibilità da circa 11.600 a 49.000⁷³.

La recente proposta legislativa presentata dall'UE, non solo contribuisce ad un fondamentale cambiamento – che sta già avvenendo – nella rendicontazione non finanziaria verso una rendicontazione di sostenibilità all'interno del UE, ma mostra anche che si sta manifestando un cambiamento nelle aspettative da parte degli *stakeholders* circa le tematiche legate alla responsabilità d'impresa: ciò pone le aziende europee di fronte a diverse sfide e le costringe ad affrontare un insieme di questioni legate alla rendicontazione di sostenibilità, paradossalmente nuovo e notevolmente più esigente⁷⁴.

⁷³ European Commission (2021). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/34/EU, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Regulation (EU) No 537/2014, as regards corporate sustainability reporting, COM (2021) 189 final. Retrieved from: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0189>.

⁷⁴ BAUMÜLLER, J., & SOPP, K. (2021). Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: review, outlook and implications, in *Journal of Applied Accounting Research*, p.21

È chiaro che il concetto di doppia materialità comporta un incremento della mole di informazioni da inserire in un rendiconto. Alcuni studiosi, però, hanno discusso anche dell'utilità di tutte queste informazioni da produrre e poi fornire ai vari *stakeholder*.

Calabrese et al. (2017), ad esempio, hanno evidenziato, da un lato, come la doppia materialità porti certamente a dei *report* non finanziari molto più completi ma, dall'altro lato, gli Autori sottolineano che ci si può incappare in un rischio di “*information overload*” (sovraccarico di informazioni), soprattutto quando le informazioni sono troppo specifiche su un determinato argomento o comunque sono utili esclusivamente per un ristretto numero di *stakeholders*. Per tale motivo, è fondamentale fissare dei parametri attraverso cui viene stabilito l'ordine prioritario delle informazioni non finanziarie da divulgare.

Anche Baumüller e Sopp (2021) riflettono sul tema, affermando che solo la standardizzazione dei principi di sostenibilità a cui aspira l'UE nel prossimo futuro, tramite l'introduzione di specifiche informative settoriali e di strumenti di rendicontazione e metriche specifiche, potrà porre rimedio a questo problema. Tuttavia, per le imprese che verranno investite dai nuovi regolamenti UE, questo cambiamento implicherà che esse dovranno operare in un ambiente sempre più difficile: oltre a far fronte alla pressione politica che mira al passaggio ad un'economia europea più sostenibile, le imprese dovranno contestualmente rispondere alla crescente domanda di informazioni sulla sostenibilità da parte dei loro *stakeholder*. Ciò li costringerà a sviluppare nuovi processi e sistemi di reporting, nonché a cambiare il modo in cui gestiscono le loro attività. Pertanto, mentre le autorità di regolamentazione e le parti interessate hanno finora sottolineato i presunti vantaggi del passaggio a un ambito di rendicontazione più ampio, sarà necessario prestare maggiore attenzione ai costi coinvolti e alla misura in cui possono essere effettivamente compensati dai benefici della trasformazione imminente.

In ultima analisi, l'ulteriore elemento di novità introdotto dalla CSRD nella rendicontazione di sostenibilità europea è la standardizzazione degli obblighi di rendicontazione. Invero, la Commissione UE affida all'EFRAG il ruolo di *standard setter* in modo da sviluppare standard dettagliati applicabili a tutte le società che rientrano nel regime della direttiva.

2.4 I nuovi standard dell'EFRAG

Nel febbraio 2021, il Project Task Force (PTF) dell'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) ha pubblicato un documento in cui vengono evidenziate le principali raccomandazioni (54 proposte) sul lavoro preparatorio per l'elaborazione di possibili standard di reporting non finanziario applicabili nell'Unione Europea. Il PTF dichiara che tali raccomandazioni non costituiscono un primo tentativo di promulgazione degli standard ma si pongono solamente l'obiettivo di descrivere lo scopo e la struttura, che i futuri principi di rendicontazione della sostenibilità dovrebbero contenere per porsi in linea con gli obiettivi politici dell'UE.

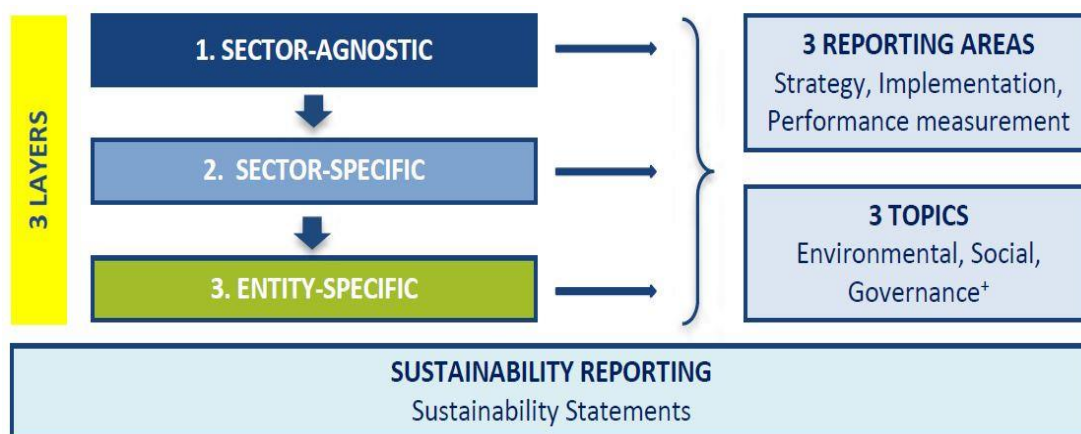
L'EFRAG dichiara che la revisione della Direttiva 2014/95/UE è necessaria per far migliorare la rendicontazione sulla sostenibilità, ponendola in linea con le politiche dell'UE nel contesto del *Green Deal*: c'è bisogno, quindi, di dati più solidi sui rischi che le aziende devono affrontare in relazione alle questioni di sostenibilità e sul loro impatto sulla società e sull'ambiente. Lo scopo del bilancio di sostenibilità è fornire informazioni pertinenti, fedeli, comparabili e affidabili su questioni materiali legate alla sostenibilità ma, in qualche modo, dovrebbe essere direttamente collegato ai sistemi di rendicontazione gestionale che hanno ad oggetto dati di natura economica e finanziaria.

Per rispettare quanto appena detto, l'EFRAG ritiene che la promulgazione degli standard di sostenibilità dovrebbe avvenire all'interno di un *Conceptual Framework* che rende operativi i seguenti sei principi fondamentali:

- Interesse del bene pubblico, a livello globale e non solo Europeo;
- Qualità dell'informazione, cercando di rispettare i criteri di *relevance*, *faithful representation*, *comparability*, *understandability* e di *reliability/verifiability*;
- Uso di informazioni retrospettive e prospettiche, usando strumenti come piani d'azione, allineamento degli obiettivi fissati nel tempo o KPI pertinenti;
- Livelli e confini della rendicontazione;
- *Double materiality*;
- Connettività, cioè unire gli aspetti inseriti nel *financial reporting* con quelli inseriti nel *sustainability reporting*.

Per l'EFRAG, i principi di sostenibilità che lo *standard setter* europeo dovrebbe emettere, dovrebbero garantire una piena accessibilità alle informazioni, una rappresentazione fedele delle prestazioni di sostenibilità dell'impresa nonché l'allineamento con le politiche dell'UE. L'EFRAG, inoltre, specifica che lo *standard-setter* dovrebbe elaborare i principi seguendo un processo basato su tre livelli di reporting (*three layers of reporting*), tre aree di reporting (*three reporting areas*) e tre macro-argomenti (*three topics*). Gli standard promulgati dovrebbero anche fornire una base per sviluppare una tassonomia, intesa come classificazione, dei dati che faciliti la digitalizzazione dei report di sostenibilità (Figura 2.6).

Figura 2.6. Architettura dello *standard-setting*



Fonte: EFRAG (2021). *Proposals for a Relevant and Dynamic EU Sustainability Reporting Standard-Setting*.

Dalla visione della figura 2.6, emerge innanzitutto che gli standard di sostenibilità si baserebbero su tre livelli “a cascata”: si parte dal settore “agnostico”, cioè da informazioni generiche e indipendenti dal settore, passando alle informazioni “specifiche del settore” cioè dell’industria di riferimento, per poi terminare con l’area relativa e specifica alla singola entità o impresa. È chiaro che esistono alcuni temi generici e condivisibili in tutti i settori ma l’EFRAG è cosciente che, ad esempio, alcuni temi possono essere rilevanti per un settore ma non per un altro. Dunque, questo approccio permetterebbe agli standard di essere facilmente applicabili a tutte le entità se si rispetta, appunto, la procedura o architettura “a cascata”.

Per quanto riguarda le tre aree di reporting, invece, esse dovranno divulgare informazioni circa:

1. *Strategia*, cioè evidenziare tutte le procedure di rendicontazione della sostenibilità introdotte dall'entità di riferimento;
2. *Implementazione*, cioè l'informativa dovrebbe riguardare il modo in cui l'entità traduce la propria strategia di sostenibilità in azioni, quali politiche, obiettivi, piani d'azione e risorse dedicate a questo processo;
3. *Misurazione delle performance*. Infine, l'informativa dovrebbe spiegare in che modo l'impresa è stata in grado di rispettare le proprie politiche ed obiettivi e quali sono le sue prospettive future.

Infine, per ciò che concerne i *topic* di riferimento, l'EFRAG rimanda al paradigma ESG.

2.4.1 Gli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS) emessi dall'EFRAG

La proposta della Commissione Europea inserita nella *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) prevede l'adozione di alcuni standard di sostenibilità denominati *EU Sustainability Reporting Standards* (ESRS). In questo contesto, la Commissione ha chiesto all'EFRAG di fornire una consulenza tecnica che si materializzasse in bozze di standard già completi o, comunque, facilmente redigibili in poco tempo. Poiché l'EFRAG è un'organizzazione privata, gli standard che saranno sviluppati dovranno essere approvati dalla Commissione europea. Ciò dovrebbe avvenire tramite atti delegati, a seguito di uno specifico meccanismo di approvazione basato su criteri sistematici definiti dal CSRD. Gli atti delegati diventano immediatamente applicabili in tutti i paesi membri dell'UE e, pertanto, non richiedono ulteriore recepimento.

Per tale motivo, l'EFRAG ha emesso una serie di *Exposure Draft* (ED), che sono delle vere e proprie bozze di *standard*, di tali ESRS per la Commissione Europea, andando a coprire l'intera gamma di questioni legate alla sostenibilità: ambiente, aspetti sociali e governance. Solitamente, così come per la procedura di promulgazione dei principi contabili (ad esempio, degli IFRS), l'EFRAG è in attesa di ricevere dei commenti a queste bozze: sulla base dei commenti che riceverà, l'EFRAG promulgherà gli standard di sostenibilità definitivi.

L'EFRAG, con un documento dell'aprile 2022, ha invitato il pubblico a dare dei feedback su tre aspetti importanti degli ED:

1. La rilevanza dell'architettura proposta, dell'implementazione dei principi della CSRD e, più in generale, dei contenuti di ognuno degli ED;
2. Le possibili opzioni per stabilire le priorità o per introdurre gradualmente l'attuazione degli ESRS;
3. L'adeguatezza di ciascun obbligo informativo imposto da ciascun ED⁷⁵.

Lo sforzo dell'EFRAG si è concretizzato, quindi, attraverso la pubblicazione di una serie di documenti, comprendenti una serie completa degli ED dei vari ESRS, con appendici e note di chiusura, e quattro documenti separati che dividono gli ESRS secondo i loro temi di riferimento.

⁷⁵ EFRAG (2022). "Cover note for public consultation. Draft European Sustainability Reporting Standards", p.11: "EFRAG is consulting on: (a) The overall ESRS architecture, content and substance, and specifically: i) on the practicality and efficiency of the proposed approach to materiality ii) whether the ESRS and the proposed disclosure requirements do promote relevant, verifiable, understandable, comparable information and ultimately are adequate to support the production of faithful information iii) whether the ESRS and the proposed disclosure requirements do strike the right balance between relevance, feasibility, preparation costs and decision-usefulness iv) the completeness of the ESRS, in terms of data points and of disclosure requirements, per each sustainability topics / subtopics. (b) The implementation prioritization/phasing-in opportunities and options to further ensure that the ESRS strike the right balance between covering all CSRD requirements and stakeholders' expectations, paying particular attention to sustainable finance related needs, while achieving a reasonably ambitious enhancement of current reporting practices."

L'EFRAG ha innanzitutto promosso dei principi trasversali (*Cross-Cutting Standards*), cioè che hanno a che fare con tutti i temi legati alla sostenibilità, che sono: *ESRS 1 – General Principles*; *ESRS 2 – General, strategy, governance, and materiality assessment disclosure requirement*.

Poi l'EFRAG ha emanato le bozze dei principi legati all'ambiente (*Environment*).

ESRS E1 – Climate Change. L'obiettivo di questo principio sarebbe quello di garantire ai lettori un insieme di informazioni sulle modalità attraverso cui l'impresa incide sui cambiamenti climatici, in termini di impatti materiali, effettivi o potenziali, positivi o negativi. L'obiettivo dello standard è quello di garantire che l'impresa sia in grado di rispettare i limiti dell'accordo di Parigi, che prevede di limitare il riscaldamento globale a non oltre +1,5°. In questo modo, il principio aiuta le imprese ad analizzare gli effetti dei rischi e delle opportunità connesse all'impatto e alle dipendenze dell'impresa dai cambiamenti climatici e se, quindi, l'impresa creerà o distruggerà valore nel breve o lungo periodo.

ESRS E2 – Pollution. Questo standard dovrebbe consentire alle imprese di fornire tutte le informazioni circa le modalità attraverso cui l'impresa incide sull'inquinamento dell'aria, dell'acqua e del suolo, degli organismi viventi, sia in termini positivi che negativi, e sia se gli impatti sono effettivi o potenziali. Le imprese possono seguire dei piani che garantiscano un inquinamento pressoché nullo: ovviamente, possono fornire tutte le informazioni del caso per mostrare come esse creano valore attraverso le proprie attività che eliminano o riducono l'inquinamento.

ESRS E3 – Water and marine resources. In questo caso, lo *standard* tende a garantire che le imprese forniscano le informazioni che sono collegate alle proprie attività che mirano, nel rispetto dell'*European Green Deal*, a salvaguardare l'aria fresca, la pulizia dell'acqua, la

biodiversità, nonché la sostenibilità dei settori dell'economia blu e della pesca. Le imprese, quindi, possono costruire i propri modelli di business, integrando il rispetto del contenuto di questo principio.

ESRS E4 – Biodiversity and ecosystems. In questo caso, l'EFRAG mira a garantire che le imprese diffondano notizie sulle attività intraprese dalle società che mirano a garantire la biodiversità e a salvaguardare gli ecosistemi, e contribuisce a rispettare gli obiettivi dell'*EU Biodiversity Strategy for 2030* e non solo⁷⁶.

ESRS E5 – Resource use and circular Economy. Qui, il principio mira ad invogliare le imprese a fornire le informazioni circa l'utilizzo delle risorse nelle proprie attività, tenendo conto dell'esaurimento delle risorse non rinnovabili e la rigenerazione di quelle rinnovabili. Le imprese, quindi, devono fornire tutte le informazioni su quelle attività svolte per prevenire, mitigare o rimediare agli attuali o potenziali impatti negativi dall'uso di queste risorse, magari specificando le misure legate all'economia circolare che è quel sistema ristorativo in cui gli scarti o i rifiuti vengono recuperati e reinseriti in tessuti industriali.

L'EFRAG ha inoltre pubblicato una serie di bozze di *standard* riguardanti il contesto sociale (*Social*).

ESRS S1 – Own workforce. L'obiettivo è quello di fornire informazioni sulla forza lavoro impiegata dalla società, sottolineando gli sforzi fatti o i problemi riscontrati o riscontrabili nel futuro. Lo standard invita a fornire informazioni sulle:

- condizioni di lavoro (avanzamenti di carriera; sicurezza; orari di lavoro; work-life balance; giusta remunerazione);

⁷⁶ The EU Biodiversity Strategy for 2030: https://ec.europa.eu/environment/strategy/biodiversity-strategy2030_en

- accesso ad eguali opportunità di lavoro (discriminazione di genere, di razza, di nazionalità o di disabilità; parità di salario; salari minimi; inclusione di persone con disabilità);
- altri diritti al lavoro (diritto di sindacato, di sciopero).

ESRS S2 – Workers in the value chain. In questo caso, il focus si sposta sul modo in cui viene trattata la forza lavoro con cui l'impresa ha a che fare lungo la catena di produzione: si tratta quindi del legame con i lavoratori che, a monte, sono alle dipendenze delle imprese da cui si approvvigiona l'impresa nonché con i lavoratori, a valle, che fanno parte della propria rete commerciale.

ESRS S3 – Affected communities. Il principio fa riferimento a tutte quelle attività che un'impresa può mettere in atto che possono influenzare, positivamente o negativamente:

- i diritti economici, sociali e culturali delle comunità (es: alloggi adeguati, cibo, acqua o servizi igienici adeguati);
- i diritti civili e politici delle comunità (es: libertà d'espressione, libertà di riunirsi in pubblico etc. etc.);
- i diritti particolari delle comunità indigene, soprattutto culturali.

ESRS S4 – Consumers and end-users. Seguendo questo principio, le società potranno divulgare informazioni circa l'impatto materiale, effettivo o potenziale, sui propri clienti e consumatori finali circa elementi legati alla privacy e alla sicurezza personale dei dati di tali clienti che sono in possesso della società. Questo principio è strettamente legato alle pratiche di *risk management* che possono essere appunto divulgate nei report di sostenibilità, rispettando i dettami di tale principio.

L'ultima macrocategoria delle bozze di principi emanati dall'EFRAG riguarda la governance aziendale.

ESRS G1 – Governance, Risk management and internal control indica le informazioni da divulgare circa:

- il ruolo degli organi di amministrazione, direzione e controllo d'impresa, la loro composizione, nonché le politiche adottate;
- i sistemi di controlli interni e di gestione dei rischi implementati dall'impresa, anche in relazione al processo di *reporting*.

ESRS G2 – Business conduct. Questo principio copre una serie di comportamenti che supportano l'implementazione di pratiche aziendali caratterizzate da trasparenza e sostenibilità e che, in qualche modo, comportano dei benefici per tutti gli stakeholders. In breve, tra queste pratiche, l'EFRAG ricorda:

- la cultura aziendale;
- strategie volte all'eliminazione della corruzione, della concussione o di tutti quelle attività che spesso sono considerate criminali.

Ad oggi, l'EFRAG ha invitato a commentare tutti gli aspetti delle bozze degli ESRS e i commenti erano attesi entro e non oltre l'8 agosto 2022. La *Cover Note* pubblicata spiega in modo più dettagliato il contesto e il processo, comprese le responsabilità della task force (PTF) istituita per la promulgazione degli ESRS e, più in generale, dell'EFRAG *Sustainability Reporting Board*. Le appendici trattano la navigazione negli Exposure Draft, i requisiti inseriti nella CSRD per lo sviluppo della bozza degli ESRS e le tabelle di riconciliazione tra gli EDs degli ESRS e gli IFRS *Sustainability Standards*, includendo anche gli acronimi e glossario dei termini.

Tutti i documenti pubblicati sono facilmente consultabili sul sito web dell'EFRAG e messi a disposizione per facilitare la preparazione delle risposte: questo, probabilmente, viene fatto

per garantire quella legittimità che l'EFRAG è intenzionata a raggiungere per definirsi come lo *standard setter* di riferimento in Europa in tema di sostenibilità⁷⁷.

⁷⁷ www.efrag.org

Capitolo III

La recente istituzione dell'*International Sustainability Standard*

Board (ISSB)

Sommario: 3.1 Verso nuovi standard di rendicontazione: l'ISSB 3.2 Il processo di approvazione degli standard 3.3 I due standard proposti

3.1 Verso nuovi standard di rendicontazione: l'ISSB

Nell'ottobre 2019 una Task Force istituita dai Trustees dell'IFRS Foundation⁷⁸, ha preparato un documento da sottoporre ad una pubblica consultazione col fine di definire una eventuale domanda da parte dei soggetti interessati circa l'area della rendicontazione sostenibile (*sustainability reporting*) e, di conseguenza, comprendere quali potessero essere le attività utili al soddisfacimento di tale domanda. L'iniziativa rientra nell'ambito della pianificazione strategica quinquennale dell'IFRS Foundation che è iniziata a gennaio 2019. I Trustees hanno così inviato commenti dettagliati riguardo gli argomenti su cui si sarebbero dovuti esprimere i potenziali soggetti interessati, concedendo loro oltre 90 giorni per rispondere alle questioni proposte.

⁷⁸ I Trustees sono responsabili della governance e della supervisione dello IASB ma non sono coinvolti in alcun modo su questioni tecniche relative agli standards emessi: questa responsabilità resta esclusivamente in capo al Board. Essi, dunque, restano responsabili del Monitoring Board e si occupano della raccolta dei fondi necessari a mantenere la IASB Foundation operativa, monitorano gli aspetti formali dell'attività svolta dal Board ed approvano, infine, il rendiconto annuale dello IASB.

Nello specifico, la Task Force ha inizialmente, e informalmente, contattato una serie di soggetti potenzialmente interessati, tra cui redattori di bilancio, banche centrali, organi di regolamentazione, società di consulenza e così via: da questo contatto informale è emerso che tutti i soggetti erano convinti della crescente ed urgente necessità che l'IFRS Foundation si occupasse direttamente del tema. Tra gli elementi affiorati da questo primo scambio informale è emersa soprattutto la forte necessità di creare un set di principi comparabili e condivisi che desse la possibilità ai diversi settori industriali di creare una fiducia “pubblica” attraverso una migliore trasparenza delle loro iniziative inerenti la sostenibilità: questo, infatti, sarebbe utile non solo per gli investitori, ma anche per tutti gli altri soggetti coinvolti, in un contesto in cui ormai la società civile richiede maggiori iniziative legate alla sostenibilità, soprattutto quelle destinate alla lotta contro il cambiamento climatico.

Attualmente, sono molte le organizzazioni che forniscono *framework*, standard o comunque parametri ed indicatori di rendicontazione della sostenibilità. Spesso, alcuni dei loro lavori si sovrappongono, ma alla fine ogni organismo di regolamentazione sta cercando di fornire strumenti in materia tali da produrre prodotti specifici per i propri stakeholder. Alcune organizzazioni si concentrano sulla definizione di standard non finanziari piuttosto che sulla creazione di un *framework* per le informazioni non finanziarie e altre ancora si concentrano esclusivamente sui *framework* dove inserire le informative relative al clima. I destinatari degli standard possono essere differenti, talora il pubblico principale potrebbe essere costituito da investitori, talaltra dalla società civile. Ovviamente, le differenze e sul focus e sul pubblico portano a diversi modi di approcciare al tema della materialità da parte delle organizzazioni, alcune ad esempio si concentrano maggiormente sull'impatto dei rischi su un'azienda, viceversa altre si concentrano sull'impatto di un'azienda sull'ambiente. In risposta a ciò, alcune organizzazioni hanno compiuto uno sforzo di coordinamento al fine di

costruire una visione condivisa su cui basare un sistema di rendicontazione aziendale coerente.

Alcuni paesi e regioni stanno prendendo iniziative che integrano le iniziative del settore privato: l'Unione Europea, ad esempio, è fortemente impegnata nella rendicontazione della sostenibilità e lo ha fatto proponendo un proprio approccio⁷⁹. Tuttavia, continuare a intervenire con approcci e obiettivi diversi porta con sé la minaccia di una crescente frammentazione a livello globale che ha spinto le parti interessate a richiedere un quadro globale che fornisca una maggiore comparabilità e riducesse la complessità degli approcci e degli obiettivi.

Per ottenere coerenza e comparabilità, l'approccio raccomandato dalla Task Force e sostenuto dai Trustees è stato quello di creare un nuovo *Sustainability Standards Board* (SSB) da inserire nell'ambito della struttura di governance dell'IFRS Foundation, col fine di sviluppare standard di sostenibilità globali. L'obiettivo dello SSB è quello di sviluppare e mantenere un insieme globale di standard di rendicontazione della sostenibilità incentrati principalmente sui rischi legati al clima. Il processo di promulgazione di tali standard farebbe uso dei *frameworks* e degli standard di sostenibilità già esistenti.

La proposta d'istituzione dello SSB all'interno della struttura istituzionale e di governance dell'IFRS Foundation potrebbe raggiungere gli obiettivi di sviluppo di un quadro per la rendicontazione di sostenibilità che sia coerente e connesso con la rendicontazione finanziaria e realizzare la missione dello IASB di servire gli investitori ed altri utenti primari, i cosiddetti *users*, del bilancio d'esercizio.

Il *Sustainability Standards Board* potrebbe sfruttare e adattare il già vigente processo di definizione degli standard contabili, rispettare le procedure del giusto processo, cosiddetto

⁷⁹ Direttiva 2014/95/EU denominata "Non-Financial Reporting Directive" (NFRD).

due process, e la rete della Fondazione IFRS. Il nuovo *board* potrebbe promuovere l'uso coerente e l'applicazione dei nuovi standard di rendicontazione della sostenibilità e contribuire alla collaborazione internazionale, alla cooperazione e al coordinamento tra gli organismi di rendicontazione della sostenibilità, i governi, le autorità di regolamentazione e le altre parti interessate per ottenere un'ulteriore convergenza a livello globale. Attraverso tale proposta, lo SSB opererebbe al fianco dello IASB e i due organismi potrebbero trarre finalmente vantaggio da una effettiva interconnessione tra rendicontazione finanziaria e rendicontazione di sostenibilità: l'utilizzo dell'insieme di conoscenze contabili è una componente vitale per lo sviluppo di requisiti di misurazione e divulgazione coerenti e di alta qualità nella rendicontazione di sostenibilità.

Non v'è dubbio che le parti interessate potrebbero trarre un ulteriore vantaggio se esistesse un'unica organizzazione col compito di sviluppare contemporaneamente requisiti in materia di rendicontazione finanziaria e rendicontazione di sostenibilità. In particolare, tale unico normatore potrebbe contribuire a ridurre significativamente la complessità perché lo IASB e il suo personale potrebbero collaborare con lo SSB, condividendo la loro esperienza in modo tale da sviluppare sinergie di ricerca.

Dunque, nel settembre 2020 i Trustees hanno pubblicato un *Consultation Paper* dal titolo “*Consultation paper on Sustainability Reporting*” per valutare la necessità e la domanda di principi globali di rendicontazione della sostenibilità e, supponendo che ci fosse bisogno di tali standard, per consultarsi su come l'*IFRS Foundation* avrebbe dovuto rispondere a tale richiesta. Dopo la chiusura del periodo di commento avvenuta il 31 dicembre 2020, i feedback ricevuti hanno confermato l'urgente necessità di promulgare degli standard globali di rendicontazione di sostenibilità. Inoltre, vi è stato un ampio consenso tra i rispondenti al *Consultation Paper* sul fatto che l'*IFRS Foundation* avrebbe dovuto svolgere un ruolo guida

nello sviluppo di tali standard, così come fatto per i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Tra gennaio e aprile 2021, i *Trustee* hanno poi esaminato i feedback ricevuti ed hanno definito una strategia che proponeva la creazione di un *Sustainability Standard Board* da far rientrare all'interno dell'organigramma dell'IFRS Foundation. I *Trustee* hanno raggiunto le seguenti opinioni:

- (a) Il nuovo *board* dovrebbe anzitutto concentrarsi sul valore d'impresa, di conseguenza, su tutte quelle informazioni rilevanti per gli investitori e per coloro che partecipano ai mercati di capitale mondiali;
- (b) Nell'ambito della sostenibilità, sarebbe necessario dare priorità alle problematiche relative al clima. Pertanto, vista l'urgenza di ricevere informazioni migliori in tale ambito, il *board* dovrebbe concentrarsi prima sulla rendicontazione relativa al clima, per poi muoversi rapidamente sulla soddisfazione delle esigenze d'informazione degli investitori su altri aspetti legati al paradigma ESG;
- (c) Il nuovo *board* dovrebbe basarsi sul lavoro già ben consolidato del *Financial Stability Board's Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), nonché sul lavoro congiunto con altri primari *standard-setter* che si occupano di sostenibilità;

I *Trustees* hanno notato, inoltre, che per i rispondenti al *Consultation Paper* il successo di qualsiasi nuovo *board* sarebbe dipeso dall'adeguatezza della struttura di governance della *IFRS Foundation*. Infatti, nelle loro risposte al *Consultation Paper*, i rispondenti affermano che un nuovo *board* trarrebbe vantaggio dalla struttura di governance a tre livelli già esistente della *IFRS Foundation*. Nello specifico, ciò che è stato posto in evidenza è che la sua

struttura a tre livelli fornirebbe una maggiore legittimità, che le autorità pubbliche rappresentate nel *Monitoring Board* garantirebbero un collegamento diretto con i governi locali ed infine che sarebbe fornita una solida supervisione da parte dei *Trustee*.

Ciononostante, tra gli intervistati è emersa, abbastanza in maniera condivisa, l'esigenza di modificare la struttura di governance dell'IFRS Foundation per accogliere il nuovo *board*. Sul punto, molte parti interessate hanno richiesto l'opportunità di fornire in futuro un ulteriore contributo per proporre potenziali modifiche alla struttura di governance della *IFRS Foundation*. Peraltro, i *Trustees* ritengono che la loro strategia basata sulla proposta di costituire un nuovo *board* sia coerente con la missione della *IFRS Foundation* di sviluppare standard che – in linea generale – portino trasparenza, responsabilità ed efficienza ai mercati finanziari di tutto il mondo. Il lavoro dell'*IFRS Foundation* serve l'interesse pubblico favorendo la fiducia, la crescita e la stabilità finanziaria a lungo termine nell'economia globale. Pertanto, gli emendamenti proposti dai *Trustees* sono mirati a tutte quelle disposizioni che devono essere o riviste o aggiunte per creare il nuovo *board*. Il processo e le operazioni del nuovo *board*, secondo le proposte dei *Trustees*, replicherebbero, ove possibile, i processi e le operazioni già implementate dall'International Accounting Standards Board (IASB). I *Trustees* ritengono, infatti, che i processi di definizione degli standard del nuovo *board*, come ad esempio la modalità di ricezione degli "input" dalle parti interessate durante l'attività di promulgazione degli IFRS, dovrebbero replicare quelli dello IASB.

Per ricevere sufficienti input dagli stakeholders, i *Trustee* hanno già pubblicato una serie di proposte migliorative circa l'organizzazione e la struttura dell'IFRS Foundation, col fine di determinare se le modifiche proposte siano proporzionate alla strategia della IFRS Foundation in relazione al potenziale lavoro del nuovo *board*.

In particolare, essi hanno invitato a commentare le proposte di modifica del proprio assetto organizzativo col fine di:

- a) ampliare gli obiettivi della IFRS Foundation per creare un *board* che definisse gli standard di sostenibilità;
- b) definire la struttura e la funzione del nuovo *board*;
- c) allineare il lavoro del nuovo *board* con quello svolto dagli altri organismi.

Per rispondere alle esigenze emerse, ad Aprile 2021 l'*IFRS Foundation* ha pubblicato un *exposure draft* denominato “*Proposed Targeted Amendments to the IFRS Foundation Constitution to Accommodate an International Sustainability Standards Board to Set IFRS Sustainability Standards*” che contiene principalmente un invito a commentare su tre macro-argomenti:

1. Ampliare il mandato dell'IFRS Foundation per creare un nuovo Board, denominato *International Sustainability Standards Board* (ISSB) che definirà gli standard di sostenibilità IFRS;
2. Stabilire la struttura e individuare le funzioni del nuovo Board;
3. Coordinare gli altri organismi dell'IFRS Foundation con il nuovo Board.

Ovviamente, l'IFRS Foundation nello stesso documento propone anche i requisiti che dovrebbero detenere i potenziali membri dell'ISSB in modo da assicurare l'accettazione dei futuri IFRS della sostenibilità da parte di quanti più attori possibili. Essi sono:

1. Provate competenze tecniche e conoscenza della sostenibilità e della rendicontazione;
2. Capacità di analisi;

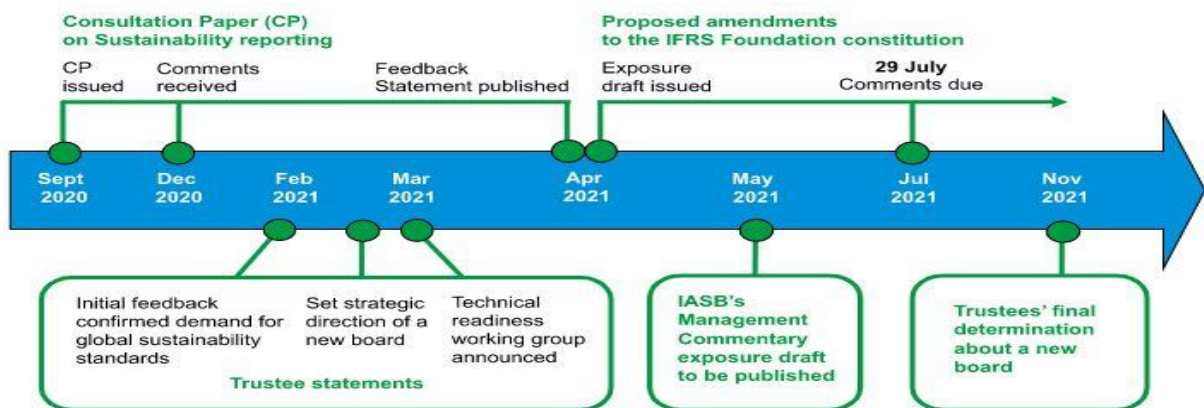
3. Competenze comunicative;
4. Essere capaci di prendere decisioni in maniera giudiziosa;
5. Avere consapevolezza dell'ambito "rendicontazione sostenibile";
6. Essere capaci di lavorare in team;
7. Integrità, oggettività e disciplina;
8. Rispetto e attaccamento alla visione e alla missione dell'IFRS Foundation e servizio al pubblico interesse.

Infine, a Novembre 2021 l'IFRS Foundation ha pubblicato un altro documento in cui descrive la struttura ed il funzionamento definitivo dell'ISSB. Innanzitutto, sono state ricercate delle figure *senior* che fossero in grado di collaborare non solo con il collegio dei membri dell'ISSB, ma con tutto lo staff tecnico nella realizzazione dei nuovi standard e con gli stakeholder esterni, in modo da garantirne la soddisfazione delle richieste informative. La costituzione del board è terminata a settembre 2022 con la nomina di 14 membri, la cui disponibilità sarà per la maggioranza full-time. Se da un lato è stata data priorità al rispetto dei criteri e dei requisiti discussi in precedenza, l'IFRS Foundation ha tentato di rispettare un certo bilanciamento internazionale. In altri termini, si è cercato di rispettare un equilibrio secondo un criterio geografico in modo da garantire che le competenze necessarie per lo sviluppo di standard di rendicontazione ESG fossero di interesse globale. Pertanto, la presenza multi-territoriale del *board* ha reso necessaria la nomina di membri distribuiti su tutti i continenti: Asia-Oceania, Europa, Americhe, Africa e Medio-Oriente.

Viene specificato, inoltre, che l'ISBB avrà la totale responsabilità di tutte le questioni tecniche relative all'ambito della sostenibilità, tra cui la preparazione e l'emanazione degli IFRS *Sustainability Disclosure Standards* e dei relativi *exposure draft*, e un'ampia discrezionalità nello stabilire la propria agenda tecnica.

La figura successiva, infine, ripercorre la cronistoria che ha portato alla nascita dell'ISSB appena discussa.

Figura 3.1. Cronistoria della costituzione dell'ISSB



Fonte: sito web KPMG – Belgio. <https://home.kpmg/be/en/home/insights/2021/04/ifrs-sustainability-reporting-strategic-direction.html>

3.2 Il processo di approvazione degli standard

L'approvazione di un nuovo principio contabile internazionale così come la modifica di uno standard già esistente, richiedono un percorso molto rigoroso.

L'emissione di un *Research Programme* rappresenta la prima fase di tale processo, il cui scopo è evidenziare gli eventuali problemi di informativa finanziaria e proporre delle soluzioni che incoraggino il dibattito internazionale. Il risultato di questa prima fase può portare alla progettazione di un ulteriore documento, noto come *Discussion Paper* (DP) avente lo scopo di suscitare commenti dalle parti interessate che possano aiutare lo IASB a

decidere se aggiungere o meno un principio contabile internazionale, o eventualmente modificarne uno già esistente⁸⁰.

Una volta individuate le questioni di particolare interesse, lo IASB aggiunge il progetto alla sua agenda e mediante consultazione pubblica e diverse attività di sensibilizzazione (tavole rotonde, webcast, podcast) deve procedere allo sviluppo dell'Exposure Draft (ED). Si tratta, infatti, di un documento obbligatorio che racchiude una serie di proposte su cui sono chiamati a commentare tutti i soggetti interessati entro 120 giorni⁸¹. Le lettere di commento in risposta ad un ED consentono di ricevere una panoramica generale circa le opinioni presentate al Board sul futuro standard da modificare o pubblicare *ex novo*.

Dopo la pubblicazione della bozza di standard, lo IASB procede alla valutazione dei feedback che risultano dal processo di consultazione. Talvolta, prima di procedere alla pubblicazione del nuovo standard, lo IASB può decidere di esporre nuovamente le proposte se dovesse ritenere che dalla riesposizione potrebbe ottenere commenti aggiuntivi ed utili, diversamente deve procedere all'elaborazione dello standard definitivo.

A questo punto, sulla base dei commenti ricevuti, lo IASB procede alla realizzazione del nuovo standard che dovrà obbligatoriamente prevedere:

- 1) I principi e relative direttive applicative;
- 2) Termini definitivi;

⁸⁰ L'output principale del Research Programme può essere oltre al Discussion Paper anche il Research Paper: la differenza principale è che può essere preparato anche da diversi standard setters. In merito questo aspetto, L'IFRS Foundation (2016) sottolinea che: «*Discussion Papers are issued by the IASB and present the analysis and collective views of the IASB on a particular topic. Research papers are also issued by the IASB but are generally prepared by the technical staff or by those who have been seconded to the technical staff to develop the paper*».

⁸¹ Lo IASB normalmente concede un periodo di 120 giorni per commentare una bozza di principio. Qualora l'oggetto dell'ED fosse particolarmente urgente ed il documento breve, lo IASB può prendere in considerazione un periodo di commento ridotto, comunque non inferiore a 30 giorni. In circostanze eccezionali, ricevuta la preventiva approvazione da parte del 75% dei Trustees, lo IASB può richiedere un periodo di commento inferiore ai 30 giorni.

3) Il giorno da cui diviene effettivo ed il periodo di transizione.

In merito a quest'ultimo punto, è bene precisare che poiché ogni principio ha una data di entrata in vigore obbligatoria, tale data è fissata in modo tale che le giurisdizioni abbiano tempo a sufficienza per recepire i nuovi standard nei propri ordinamenti giuridici.

Ciascuno standard – oltre agli elementi obbligatori che lo caratterizzano – è normalmente accompagnato da materiale aggiuntivo: sommario, introduzione, *basis for conclusions* ed opinioni dissenzienti. L'attività dello IASB non si esaurisce con la promulgazione dello standard, infatti, è prevista un'attività di riesame dello stesso solitamente dopo due anni dalla data di entrata in vigore. Il cd. *Post Implementation Review* (PIR) può essere avviato anche sulla base di preoccupazioni sollevate da terze parti e consta di due fasi.

La prima fase prevede una prima individuazione e valutazione delle materie da esaminare, che sono poi oggetto di una consultazione pubblica da parte dello IASB sotto forma di *Request for Information*⁸². Nella seconda fase, lo IASB considera i commenti ricevuti nella *Request for Information* insieme alle altre raccolte attraverso ulteriori attività di consultazione.

3.3 I due standard proposti

Il 31 marzo 2022 l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) ha avviato la consultazione pubblica sui primi due standard proposti, il primo sulle informative generali relative alla sostenibilità ("*General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*"), il secondo relativo agli aspetti climatici ("*Climate-related Disclosures*"). Gli standard proposti, una volta finalizzati, realizzeranno una linea di base

⁸² Le *Request for Information* richiedono la maggioranza semplice dello IASB con l'approvazione in un'assemblea pubblica e normalmente il periodo minimo per i commenti è di 60 giorni.

completa e globale di informative relative alla sostenibilità progettate per soddisfare le esigenze informative degli investitori nella valutazione del valore dell'impresa.

Durante tale fase, infatti, una volta pubblicato l'*Exposure Draft* si mandano degli inviti a commentare le proprie proposte ed i riceventi potranno comunicare le proprie opinioni o mediante una lettera di commento o tramite un sondaggio online reso disponibile proprio per supportare maggiormente l'invio di feedback delle parti interessate.

Tale consultazione, conclusasi il 29 luglio 2022, ha avuto la durata di 120 giorni, ed attualmente l'ISSB sta ridefinendo le proposte sulla base dei feedback ricevuti.

3.3.1 L'Exposure draft IFRS S1. “*General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*”

Per descrivere ed individuare le principali problematiche affrontate dall'ISSB, si analizzano e confrontano di seguito le principali questioni esposte all'interno degli Exposure Draft di entrambi gli standard proposti, a partire dall'IFRS S1.

Il nuovo standard rientra nell'ambito di applicazione (*scope*) del *Conceptual Framework* dello IASB. Pertanto, qualsiasi entità che abbia redatto il proprio bilancio conformemente ai principi contabili IFRS o ad altri *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) potrà applicare gli IFRS *Sustainability Disclosure Standards*. Tutti i rischi e le opportunità relativi al tema della sostenibilità che possono influire sulle valutazioni dell'enterprise value e che non ci si possa ragionevolmente aspettare, esulano dall'ambito di applicazione del presente standard.

Materialità delle informazioni

L'entità che predispone la relazione finanziaria dovrà fornire informazioni materiali sui rischi e le opportunità legati alla sostenibilità. L'analisi della materialità va effettuata nell'ambito di tutte le informazioni necessarie agli utilizzatori del bilancio per determinare il cd. *enterprise value*. Lo standard identifica l'*enterprise value* come il valore totale di un'entità dato dalla somma del patrimonio netto ed il suo valore dell'indebitamento netto⁸³.

Comparabilità delle informazioni

Le informazioni che l'entità dovrà trasmettere dovranno avere anche un ulteriore caratteristica, quella della comparabilità. Nello specifico, tali informazioni devono essere comparabili rispetto all'esercizio precedente, e quando ciò non è possibile, i dati vengono rideterminati per rifletterne la migliore stima.

Rilevanza e fedeltà delle informazioni

Affinché le informazioni finanziarie possano fare la differenza ed essere realmente utili nelle decisioni prese dagli utenti primari, esse dovranno essere pertinenti, ovvero rilevanti e rappresentare fedelmente ciò che intendono esprimere riguardo l'entità a cui si riferiscono. Tale utilità risulterà accresciuta quando le informazioni sono comparabili, verificabili, tempestive e comprensibili. L'insieme di tutti questi aspetti definisce le principali caratteristiche qualitative che devono appartenere alle informazioni sulla sostenibilità.

L'entità che sceglie di applicare l'IFRS S1 deve dunque fornire informazioni finanziarie relative alla sostenibilità che vanno al di là delle informazioni riportate nel bilancio. Si tratta di informazioni più ampie, attraverso le quali si vogliono rendere noti agli utenti primari i processi, i controlli e le procedure di governance utilizzati dall'entità per monitorare e gestire rischi e opportunità legati alla sostenibilità; così come la strategia adottata per affrontare i

⁸³ In particolare, il valore dell'impresa riflette le aspettative sull'ammontare, sulla tempistica e sulla certezza dei flussi di cassa di breve, medio e lungo periodo e il valore dei flussi di cassa alla luce del profilo di rischio dell'impresa e dell'accesso al mercato dei capitali.

rischi e le opportunità ed il risk management, ovvero informazioni circa il processo, o i processi, mediante i quali vengono identificati e valutati i rischi e le opportunità (sempre legati alla sostenibilità). Tali informazioni devono inoltre consentire agli utenti di valutare se tali processi sono integrati nei processi complessivi di gestione del rischio per poter valutare il profilo di rischio complessivo dell'entità.

Ancora, si forniscono le metriche, ovvero tutte quelle informazioni utilizzate nella valutazione della performance dell'entità, le quali dovrebbero consentire agli utilizzatori di conoscere come l'entità valuta la propria performance, anche in relazione agli obiettivi che si era prefissata.

Per ciascuna delle aree indicate (governance, strategy, risk management e metrics), vengono specificate le modalità attraverso cui è possibile raggiungere tali obiettivi. Inoltre, viene chiarito che il *sustainability-related financial disclosure* deve far riferimento alla stessa entità che ha redatto il bilancio con scopi di carattere generale. Ad esempio, se l'entità che redige il bilancio è un gruppo, il bilancio consolidato sarà per la controllante e le sue controllate; di conseguenza, l'informativa finanziaria correlata alla sostenibilità di tale entità deve consentire agli utenti dell'informativa finanziaria generica di valutare sia l'enterprise value della controllante sia quello delle sue controllate. In base a quanto dispone l'Exposure Draft dello standard in commento, un'entità deve fornire agli utenti dell'informativa finanziaria di uso generale informazioni che gli consentano di analizzare i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità e in seguito di valutare come questi si legano alle informazioni contenute all'interno del bilancio. Ciò significa che l'entità dovrebbe poter essere in grado di spiegare cosa comporterebbe un diverso utilizzo delle risorse naturali, quale sarebbe l'impatto della sua strategia sul proprio bilancio o sulle metriche e gli obiettivi. Ad esempio, da un'analisi dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità, uno degli

aspetti sicuramente emersi al giorno d'oggi è che i consumatori hanno spostato le loro preferenze principalmente su alternative di tipo “green”, che riducono al massimo l'impronta di carbonio. Questa scelta, che ha coinvolto gran parte dei consumatori, se non la maggioranza, ha certamente avuto un impatto negativo su tutte quelle entità che fino a quel momento avevano ignorato il tema della sostenibilità. Le informazioni che l'entità deve poter fornire in una situazione di questo tipo riguardano la sua risposta strategica e come la scelta di chiudere l'attività produttiva, di fronte ad un forte calo della domanda, abbia impattato sulla vita utile delle attività e le relative valutazioni di *impairment*.

Peraltro, la bozza di principio IFRS-S1 chiarisce anche la frequenza con cui devono essere segnalate le proprie informazioni finanziarie relative alla sostenibilità, assieme al relativo bilancio, per lo stesso periodo di riferimento. La maggior parte delle entità prepara l'informativa finanziaria relativa alla sostenibilità per un periodo di 12 mesi, altre preferiscono, per ragioni di natura pratica, trasferire le informazioni relative a 52 settimane; eventualmente, una tale decisione non è preclusa dalla bozza dello standard in oggetto. Qualora l'entità decidesse di modificare la data di chiusura del proprio periodo di rendicontazione e fornisca l'informativa finanziaria legata alla sostenibilità per un periodo più lungo o più breve di 12 mesi, sarà tenuta a precisare alcuni aspetti:

- a) il periodo coperto dall'informativa finanziaria relativa alla sostenibilità;
- b) il motivo per cui è stato deciso di utilizzare un periodo più o meno lungo;
- c) il fatto che gli importi rilevati non sono del tutto comparabili.

All'interno della bozza non viene imposto a determinate entità di divulgare informazioni intermedie né di conseguenza con quale frequenza dovrebbero essere divulgate. Tuttavia, i governi, le borse valori, gli organi contabili possono richiedere alle entità, i cui titoli di debito o azionari sono quotati in borsa, di pubblicare delle relazioni di tipo intermedio.

Nel caso in cui un'entità sia tenuta o scelga autonomamente di pubblicare informazioni finanziarie relative alla sostenibilità in conformità con gli *IFRS Sustainability Disclosure Standards*, per evitare la ripetizione di informazioni già segnalate precedentemente, può decidere di fornire informazioni a date intermedie, in modo tale da comunicare meno informazioni rispetto a quelle già fornite nell'informativa annuale. Tutte le informazioni riguardo eventi e transazioni che si verificano tra la fine del periodo di rendicontazione e la data in cui l'informativa finanziaria relativa alla sostenibilità è autorizzata alla pubblicazione, devono essere divulgate se si può ragionevolmente prevedere che la mancata divulgazione influenzerebbe le decisioni degli utenti.

L'*Exposure Draft* dello standard in oggetto, si occupa anche della posizione che possono occupare tali informazioni. Fatta eccezione i casi in cui venga disposto diversamente da eventuali normative, esistono diverse strade da seguire per la divulgazione delle informazioni finanziarie relative alla sostenibilità. Una di esse è l'inserimento all'interno di un commento del management, che approfondisce i fattori che hanno influenzato la performance finanziaria, la posizione finanziaria dell'entità, e quelli che potrebbero influenzare la capacità dell'entità di creare valore e generare flussi finanziari. Tale commento può essere riportato con diverse denominazioni tra cui “analisi della direzione”, “revisione operativa e finanziaria”, “rapporto integrato” ed ancora “rapporto strategico”.

Un'alternativa potrebbe essere quella di divulgare le informazioni richieste dall'*IFRS Sustainability Disclosure Standard* insieme ad altre informazioni, ad esempio quelle richieste dalle autorità di regolamentazione. Tuttavia, in questo caso, è necessario identificare chiaramente le informazioni finanziarie relative alla sostenibilità ed assicurarsi che non siano oscurate dalle altre informazioni. Ancora, è possibile includerle mediante un riferimento incrociato, a condizione che l'informazione sia disponibile per gli utilizzatori

dell'informativa finanziaria di uso generale alle stesse condizioni e contestualmente all'informazione a cui si fa riferimento.

Gli organi o i soggetti che autorizzano l'informativa finanziaria di carattere generale si assumono la stessa responsabilità per le informazioni incluse mediante rinvio come per le informazioni incluse direttamente. Se le informazioni richieste da un *IFRS Sustainability Disclosure Standard* sono incluse facendo riferimento a informazioni che si trovano altrove:

- a) l'informativa finanziaria di carattere generale ne identifica l'ubicazione e illustra come accedervi;
- b) il riferimento incrociato deve essere in una posizione ben specificata.

Nei casi in cui gli *IFRS Sustainability Disclosure Standards* richiedono l'informativa di elementi comuni, si raccomanda all'entità di evitare inutili duplicazioni.

Infine, un ulteriore aspetto rilevante riguarda il trattamento degli errori. Tutte le volte in cui un'entità si trovi a dover correggere errori materiali relativi a periodi precedenti, la correzione degli errori comporta la rideterminazione delle informazioni comparative. Gli errori di esercizi precedenti sono omissioni e inesattezze nell'informativa finanziaria correlata alla sostenibilità dell'entità per uno o più esercizi precedenti. Tali errori derivano dal mancato utilizzo o dall'uso improprio di informazioni ed includono errori matematici, errori nell'applicazione degli obiettivi, o anche sviste ed interpretazioni errate dei fatti, inclusa la frode. Se i potenziali errori vengono scoperti immediatamente, è possibile correggerli prima che sia autorizzata la pubblicazione dell'informativa finanziaria ad uso generale. Tuttavia, gli errori materiali a volte non vengono scoperti fino al periodo successivo. Qualora non sia possibile determinare l'effetto di un errore su tutti gli esercizi precedenti presentati, l'entità è tenuta a rideterminare l'informazione comparativa per correggere l'errore dalla prima data possibile. Se un'entità identifica un errore significativo

nelle informazioni finanziarie relative alla sostenibilità del periodo precedente, deve indicare: 1) la natura dell'errore del periodo precedente; 2) la rettifica, per quanto possibile, per ciascun periodo precedente in cui è avvenuta l'erronea divulgazione o in alternativa, se la correzione dell'errore non è praticabile 3) bisogna chiarire le circostanze che hanno portato all'esistenza di tale condizione, ma soprattutto descrivere come e da quando l'errore è stato corretto.

3.3.2 L'Exposure draft IFRS S2. “Climate-related Disclosures”

Il cambiamento climatico che sta affliggendo l'intero pianeta vede coinvolte non soltanto le entità ed i loro settori economici, mettendo a rischio la loro sopravvivenza nel lungo periodo, ma anche tutti gli utenti della rendicontazione finanziaria. Tuttavia, il riscaldamento globale crea altresì delle opportunità per tutte quelle entità che agiscono proattivamente, scegliendo di mitigare e rendere più virtuose le proprie azioni.

La crescente richiesta di informazioni sempre più complete, coerenti, comparabili e verificabili riguardo le questioni legate al clima ha reso necessario lo sviluppo dell'*exposure draft* IFRS S2 denominato “*Climate-related Disclosures*”.

L'obiettivo del presente principio consiste nel richiedere alle entità la divulgazione di informazioni rilevanti sulla propria esposizione ai rischi e alle opportunità legati al clima. La materialità delle informazioni divulgate garantisce che siano effettivamente utili agli utilizzatori dell'informativa finanziaria per valutare il valore d'impresa dell'entità e prendere le decisioni più adeguate. Tuttavia, un'entità non deve limitarsi a divulgare le informazioni individuate nel presente standard, ma considerare l'intera gamma di rischi e delle opportunità legati al clima per poter descrivere quelli che sono più significativi.

Dunque, l'Exposure Draft si propone di facilitare la diffusione di informazioni riguardo la gestione dei rischi e delle opportunità legati al clima da parte delle entità, nei diversi mercati, per agevolare l'allocazione del capitale e le decisioni di gestione. In particolare, l'obiettivo della bozza in commento è quello di consentire agli utilizzatori dell'informativa finanziaria di carattere generale:

- (a) di valutare gli effetti dei rischi e delle opportunità significativi legati al clima sul valore d'impresa dell'entità;
- (b) comprendere se e come l'utilizzo delle risorse dell'entità supportano la risposta e la strategia dell'entità per la gestione dei rischi e delle opportunità significativi legati al clima;
- (c) valutare la capacità dell'entità di adattare la propria pianificazione, il modello di business e le operazioni ai rischi ed alle opportunità significativi legati al clima.

La presente bozza di principio si applica (*scope*) ai rischi legati al clima a cui è esposta l'entità, inclusi i rischi fisici (ad esempio siccità, inondazioni) ed i rischi di transizione, ovvero quelli associati alla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, ed anche a tutte le opportunità legate al clima di cui può disporre l'entità.

Peraltro, le informazioni finanziarie e non finanziarie che vengono fornite seguendo le indicazioni della bozza in commento, consentono agli stakeholders di comprendere la governance dell'impresa, la strategia, il risk management, le metriche e gli obiettivi. L'obiettivo dell'informativa finanziaria relativa al clima sulla governance è consentire agli utenti dell'informativa finanziaria di comprendere i processi, i controlli e le procedure di governance utilizzati per monitorare e gestire i rischi e le opportunità legati al clima. Per raggiungere questo obiettivo, un'entità deve divulgare informazioni sull'organo, o sugli organi, di governance responsabili della gestione e del monitoraggio di rischi e opportunità

legati al clima. Nella preparazione dell'informativa l'entità deve assicurarsi che vengano evitate inutili duplicazioni in conformità con la bozza IFRS S1.

Per quanto concerne la strategia d'impresa, lo standard definisce quali informazioni devono essere divulgate, tra cui:

- a) i rischi e le opportunità significativi legati al clima che potrebbero ragionevolmente influenzare il modello di business, la sua strategia, i flussi di cassa, l'accesso ai finanziamenti ed il costo del capitale;
- b) gli effetti dei più rilevanti rischi e opportunità legati al clima sul proprio modello di business e sulla catena del valore;
- (c) gli effetti dei principali rischi e opportunità legati al clima sulla sua strategia e sul suo processo decisionale, compresi i piani di transizione;
- (d) gli effetti di rischi e opportunità significativi legati al clima sulla posizione finanziaria, sul rendimento finanziario e sui flussi di cassa per il periodo di riferimento e gli effetti previsti a breve, medio e lungo termine, compreso il modo in cui i rischi e le opportunità legati al clima sono inclusi nella pianificazione finanziaria dell'entità;
- (e) la resilienza climatica della sua strategia a rischi fisici significativi e a rischi di transizione significativi.

Inoltre, l'IFRS S2 definisce obiettivi di informazione sulle attività di risk management, ovvero l'identificazione dei rischi e delle opportunità legati al clima, e la conseguente valutazione e mitigazione di questi ultimi.

L'entità deve indicare il processo o i processi utilizzati per identificare i rischi legati al clima ai fini della gestione del rischio ed insieme ad essi specificare:

- come valuta la probabilità e gli effetti associati a tali rischi;

- in che modo classifica in ordine di priorità i rischi climatici;
- i parametri di input che vengono utilizzati normalmente;
- le modifiche apportate ai processi di risk management utilizzati rispetto al periodo precedente;

L'entità dovrà altresì indicare il processo o i processi utilizzati per identificare le opportunità legate al clima.

La bozza dell'IFRS-S2 propone degli obiettivi di informativa anche riguardo metriche ed obiettivi. In questo modo, l'utilizzatore dell'informativa finanziaria può comprendere in che modo l'entità misura, monitora e gestisce i rischi e le opportunità derivanti dal clima. La divulgazione di queste informazioni permette agli utenti di comprendere come l'entità valuta la propria performance, compresi i progressi fatti rispetto gli obiettivi che si era prefissata. L'entità dovrà divulgare le informazioni relative alle categorie metriche cross-settoriali (*cross-industry*), che sono rilevanti per le entità indipendentemente dal settore e dal modello di business, le metriche basate sul settore (*industry-based*), gli altri parametri utilizzati dal consiglio o dalla direzione per misurare i progressi verso gli obiettivi prefissati, ed infine gli obiettivi fissati dall'entità per mitigare o adattarsi ai rischi legati al clima o, alternativamente, per massimizzare le opportunità legate al clima. Nello specifico, una volta identificati i rischi e le opportunità, le proposte coprono requisiti di informativa sia cross-settoriali (come, ad esempio, quelli relativi ai diversi tipi di emissioni di anidride carbonica) sia settoriali che, come si è già detto, si basano sulle metriche richieste dal SASB. Infatti, molti rischi e opportunità sono trasversali ai settori e alle industrie e, in molti casi, questi aspetti possono essere misurati in modo coerente tra i diversi modelli di business solo utilizzando delle metriche indipendenti dal settore. In questo caso, l'entità tra le informazioni rilevanti per le categorie di metriche *cross-industry* dovrà divulgare:

- a) Le emissioni di gas a effetto serra⁸⁴. Nel dettaglio dovranno essere specificate le emissioni lorde di gas a effetto serra generate durante il periodo di rendicontazione, misurate secondo il *Greenhouse Gas Protocol Corporate Standard*⁸⁵, espresse in tonnellate metriche di CO2 equivalente, classificate come emissioni Scope 1, Scope 2 o Scope 3⁸⁶;
- b) I rischi di transizione, quindi l'ammontare e la percentuale di attività commerciali vulnerabili a questo tipo di rischi;
- c) I rischi fisici, quindi l'ammontare e la percentuale di attività commerciali vulnerabili a questo tipo di rischi;
- d) Le opportunità legate al clima;
- e) Il prezzo per ogni tonnellata metrica di emissioni di gas a effetto serra che l'entità utilizza per valutare i costi delle sue emissioni, una spiegazione di come l'entità sta

⁸⁴ I sette gas serra elencati nel Protocollo di Kyoto: carbonio biossido (CO2); metano (CH4); protossido di azoto (N2O); idrofluorocarburi (HFC); trifluoruro di azoto (NF3); perfluorocarburi (PFC); ed esafluoruro di zolfo (SF6).

⁸⁵ La Greenhouse Gas Protocol Initiative è una partnership multi-stakeholder di imprese, organizzazioni non governative (ONG), governi e altri, convocata dal World Resources Institute, una ONG ambientale con sede negli Stati Uniti, e dal World Business Council for Sustainable Development, una coalizione con sede a Ginevra di 170 aziende internazionali. Lanciata nel 1998, la missione dell'iniziativa è sviluppare standard di contabilità e rendicontazione dei gas a effetto serra accettati a livello internazionale per le imprese e promuovere la loro ampia adozione.

⁸⁶ Con lo "Scope 1" si fa riferimento alle emissioni dirette di gas a effetto serra che si verificano da fonti possedute o controllate da un'entità (ad esempio emissioni derivanti dalla combustione in caldaie, forni, veicoli) o emissioni derivanti dalla produzione chimica in apparecchiature possedute o controllate. Lo Scope 2 riguarda le emissioni indirette di gas a effetto serra derivanti dalla generazione di elettricità acquistata, e dal calore o vapore consumati da un'entità. L'elettricità acquistata è definita come l'elettricità che viene acquistata o portata in altro modo entro i confini di un'entità. Le emissioni Scope 2 si verificano fisicamente presso l'impianto in cui viene generata l'elettricità. Scope 3 riguarda quelle emissioni indirette al di fuori delle emissioni Scope 2 che si verificano nella catena del valore dell'entità dichiarante, ed include le emissioni sia a monte che a valle, comprendendo anche l'utente finale. Ai fini del presente standard, le emissioni "Scope 3" includono queste categorie (coerenti con il GHG Protocol): (1) beni e servizi acquistati; (2) beni strumentali; (3) attività relative ai combustibili e all'energia non incluse in emissioni Scope 1 o emissioni Scope 2; (4) trasporto e distribuzione a monte; (5) rifiuti generati nelle operazioni; (6) viaggi d'affari; (7) pendolarismo dei dipendenti; (8) beni locati a monte; (9) trasporto e distribuzione a valle; (10) lavorazione dei prodotti venduti; (11) utilizzo dei prodotti venduti; (12) trattamento a fine vita dei prodotti venduti; (13) beni in leasing a valle; (14) franchising; (15) investimenti. Le emissioni dello Scope 3 potrebbero includere: l'estrazione e la produzione di materiali e combustibili acquistati; attività connesse al trasporto su veicoli non posseduti o controllati dall'entità segnalante; attività legate all'energia elettrica (ad esempio, perdite di trasmissione e distribuzione), attività esternalizzate e smaltimento dei rifiuti.

applicando il prezzo del carbonio nel processo decisionale (ad esempio, decisioni di investimento, *transfer pricing*);

- f) La percentuale della remunerazione riconosciuta al management che è possibile attribuire nel periodo corrente alle considerazioni legate al clima ed una descrizione di come tali considerazioni rientrano nelle politiche retributive.

Diversamente, i requisiti di informativa settoriali, come detto in precedenza, derivano dagli standard SASB e restano sostanzialmente invariati rispetto ad essi. Eventuali modifiche vengono apportate per garantire una più facile consultazione. Si parla di requisiti di informativa settoriali proprio perché sono organizzati per settore, consentendo ad un'entità di identificare i requisiti applicabili al suo modello di business. Per ogni settore, vengono identificati gli argomenti di divulgazione relativi ai rischi o alle opportunità legati al clima e ad ognuno di essi è associata una metrica. Gli argomenti di divulgazione fanno riferimento a rischi e opportunità legati al clima che sono stati identificati come più significativi per le entità appartenenti a quel settore, così come le metriche associate, sono state identificate come in grado di garantire la divulgazione delle informazioni più rilevanti. Per iniziare, l'entità può identificare la classificazione del proprio settore sul sito Web degli standard SASB ed in molti casi, alcune entità partecipano ad un'ampia gamma di attività che consente loro di far parte di più di un settore, si pensi soprattutto a quelle entità le cui operazioni risultano essere integrate orizzontalmente o verticalmente.

Capitolo IV

Il principio di materialità: tra singola, doppia e dinamica.

Evidenze dall'IFRS S1

Sommario: 4.1 Introduzione 4.2 L'aspetto della materialità nella rendicontazione di sostenibilità delle imprese 4.3 Metodologia 4.4 Risultati 4.5 Limiti dello studio

4.1 Introduzione

La creazione dell'*International Sustainability Standard Board* (ISSB) ha inevitabilmente portato con sé la nascita di un ampio dibattito sul concetto di materialità che è alla base della rendicontazione di sostenibilità. Tale dibattito vede da una parte i sostenitori di una materialità di tipo finanziario; si tratta di coloro che vedono il reporting di sostenibilità come uno strumento indirizzato esclusivamente agli investitori e pertanto contenente soltanto le informazioni di tipo *outside-in*, ovvero quelle che riguardano gli impatti sull'*enterprise value* dell'entità. Dall'altro lato, i sostenitori della “materialità d'impatto” che considerano materiali le informazioni sugli impatti sociali e ambientali che influenzano l'*enterprise value* di un'entità (prospettiva *outside-in*) e le informazioni riguardo l'impatto che un'entità ha sulla società e sull'ambiente (prospettiva *outside-out*).

Il problema è sorto dal momento che l'ISSB nel 2022 ha definito un'informazione finanziaria relativa alla sostenibilità materiale se ci si potrebbe ragionevolmente attendere che possa influenzare le valutazioni degli *users* circa l'*enterprise value* di un'entità. Secondo questa prospettiva (esclusivamente *outside-in*) sono materiali le informazioni finanziarie relative

alla sostenibilità che hanno un impatto sull'*enterprise value* di un'entità. Nel 2019, la Commissione Europea attraverso l'emanazione della *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) aveva richiesto la rendicontazione di tutti gli impatti economici, sociali ed ambientali, introducendo per la prima volta la cd. *double materiality*. I fautori del concetto di doppia materialità sostengono che, a lungo termine, la maggior parte delle questioni di sostenibilità avrà anche implicazioni finanziarie, ad esempio i rischi reputazionali (Baumüller & Sopp, 2022). Proprio in considerazione della dimensione temporale, di recente è emersa una nuova definizione di materialità, la cd. *dynamic materiality*, pronta a sottolineare l'importanza della lungimiranza e proattività di un'entità: tutto ciò che oggi potrebbe non essere considerato finanziariamente materiale, potrebbe diventarlo domani.

Dopo aver analizzato approfonditamente la letteratura, si è osservato che nessun lavoro fino ad oggi ha riguardato il principio di materialità durante l'iter d'approvazione del nuovo standard IFRS S1. Questa tesi mira a contribuire alle precedenti ricerche condotte sul principio della materialità, che ad opinione di chi scrive, rappresenta attualmente uno dei concetti più controversi nell'ambito del processo di definizione degli standard per il reporting di sostenibilità. Attraverso una metodologia qualitativa, è stata effettuata una *content analysis* delle 735 lettere inviate in commento all'*Exposure Draft IFRS S1 General Requirements for Disclosure for Sustainability – related Financial Information*.

4.2 L'aspetto della materialità nella rendicontazione di sostenibilità delle imprese

Nell'ultimo secolo, l'informativa finanziaria ha rappresentato l'unico sistema di rendicontazione globale su cui le parti interessate hanno fatto affidamento nel prendere le proprie decisioni di investimento. Tuttavia, il dibattito che nell'ultimo decennio ha spinto verso un ripensamento del sistema economico a favore dello sviluppo sostenibile, ha visto sempre più aumentare la preoccupazione riguardo le cd. *sustainability megaforges* (KPMG, 2012) (tra cui il cambiamento climatico, la crescita della popolazione, la scarsità di acqua, la sicurezza di cibo, la deforestazione e così via). Nella sua analisi KPMG (2012) identifica – appena dieci anni fa - tali “*megaforges*” come un aspetto di rischio per gli investitori, la cui identificazione e mitigazione, assieme alle opportunità legate allo sviluppo sostenibile, diviene necessaria. Pertanto, come si è accennato nei capitoli precedenti, nel 2014 la Commissione Europea emana la *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) (2014/95/EU), dove seppure non ci fossero riferimenti espressi ai termini “materialità” e/o “materiale”, con parole diverse si faceva riferimento proprio a tale principio (Baumüller & Linzatti, 2018). Una vera e propria definizione, approvata – tra gli altri – dalla Commissione Europea⁸⁷, viene fornita dall'*International Accounting Standard Board* (IASB) che interviene nell'ottobre 2018, attraverso modifiche ai principi IAS 1 e IAS 8: “le informazioni sono materiali se si può ragionevolmente prevedere che l'omissione, l'erroneità o l'oscuramento influenzino le decisioni che i principali utilizzatori dei bilanci redatti per scopi di carattere generale prendono sulla base di tali bilanci d'esercizio”⁸⁸. In letteratura, sono state numerose le discussioni circa il concetto di “materialità”, volte a delinearne un preciso significato. Dal punto di vista di Messier et al. (2005) la materialità influenza le decisioni relative alla

⁸⁷ Commission Regulation (EU) 2019/2104

⁸⁸ (IFRS, 2018): “Information is material if omitting, misstating or obscuring it could reasonably be expected to influence the decisions that the primary users of general purpose financial statements make on the basis of those financial statements”.

raccolta, alla classificazione, misurazione e sintesi dei dati relativi ai risultati delle attività economiche di un'impresa; così come applicato da redattori e revisori, il concetto di materialità determina l'importanza di un aspetto ai fini dell'informativa finanziaria. Anche Ortar (2016) attribuisce al concetto di materialità il significato di quel processo decisionale preliminare su ciò che dovrebbe o meno essere esposto nel bilancio di sostenibilità (non finanziario) di un'azienda. Secondo Georgiou et al. (2017) un'informazione è materiale quando è in grado di condizionare il comportamento di un investitore ragionevole, in quanto aggiunge al totale informativo più di quanto tolga la sua omissione, grazie agli ulteriori dettagli forniti. Secondo Zhou (2017) il problema principale relativo alla sua definizione è il fatto di collegare tale concetto o, addirittura equipararlo, ai termini "importanza" e "rilevanza". La maggior parte degli autori ha dunque ricollegato il concetto di "materialità" – per quanto spesso considerato poco chiaro - ai processi decisionali nelle entità e all'importanza del ruolo che tali informazioni materiali svolgono nel prendere delle decisioni coerenti per l'entità stessa.

Nel tentativo di accelerare il processo verso il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile, il reporting non finanziario viene sostituito dal reporting di sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive* - CSRD) mediante l'approvazione della precedente proposta 2021/0104. Il testo della nuova Direttiva (2022/2464/UE) viene pubblicato in Gazzetta il 16 dicembre 2022 e dovrà essere recepito entro il 6 luglio 2024. La nuova CSRD in considerazione dei requisiti di rendicontazione sostenibile precedentemente introdotti dalla NFRD, si propone di estenderli mediante l'inclusione di più società, di più *topic*, ma soprattutto attraverso la richiesta di informazioni molto più dettagliate (Oreshkova, 2022). Invero, la rendicontazione di sostenibilità è rivolta a tutti gli stakeholder ed anche, ma non solo, agli investitori ed è stata orientata fin dall'inizio al perseguimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile (Giner, 2022). Inoltre, non tutti gli investitori sono interessati

a conoscere esclusivamente l'*enterprise value* di un'azienda, piuttosto essendo sensibili agli impatti sulla società e sul pianeta in generale, sarebbero riluttanti ad investire in società poco interessate alle questioni ESG (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Park & Jang, 2021). Lynch & Lynch (2022) ritengono che non sia più possibile giudicare la performance di un'azienda osservando soltanto i dati finanziari. Giner (2022) sottolinea che, partendo dal presupposto che se si assume una prospettiva di lungo termine la distinzione tra rendicontazione finanziaria e di sostenibilità potrebbe diventare superflua, talvolta potrebbero non conoscersi i futuri cambiamenti normativi e alcune esternalità non verrebbero per questo internalizzate dal sistema di rendicontazione finanziaria nel prossimo futuro: la misura in cui alcuni aspetti sostenibili erodono o creano valore può cambiare nel tempo ("rilevanza dinamica"). A tal proposito, uno dei concetti primari che ha introdotto la CSRD è quello della "*double materiality*". Secondo Tager (2021) si tratta di un concetto ancora astratto ed è necessario che venga integrato nella pratica, fino ad allora sarà oggetto di contestazioni. Raith (2023) ritiene che il concetto di doppia materialità sia cruciale nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità, fungendo da *proxy* nella comprensione di quale dovrebbe essere la responsabilità sociale di una specifica entità, ma è al contempo ambiguo ed il suo significato sarà, allo stato attuale, contestato. Il concetto di doppia materialità cerca di rivisitare e ampliare la convenzione contabile e di revisione esistente della materialità, in base al quale la rendicontazione di un'entità dovrebbe considerare tutte le informazioni che potrebbero influenzare le decisioni degli utilizzatori (Boissinot et al., 2022). Si parla di materialità "doppia" proprio perché ha due facce: da un lato, le entità dovrebbero riferire in che modo le questioni di sostenibilità le riguardano e quali rischi e opportunità determinano ("materialità finanziaria"); dall'altro, le entità sono chiamate a divulgare anche informazioni riguardo l'impatto che hanno sull'ambiente e sulla società (Giner, 2022). Quest'ultima è una nuova rendicontazione che va oltre quella finanziaria ed è conosciuta come "materialità

d’impatto”. Di conseguenza, è evidente che il concetto di doppia materialità comporta una maggiore quantità di informazioni da rendicontare e se è vero che l’informativa risulterà più completa, c’è da considerare anche il rischio di un “sovraccarico di informazioni” (Calabrese et al., 2017; Förster, 2022; Velte, 2022; Eppler & Mengis, 2008). Un rischio per gli investitori, collegato al sovraccarico di informazioni, è quello di non riuscire a dare la giusta attenzione alle informazioni che sono effettivamente rilevanti secondo la prospettiva specifica dell’entità.

La materialità è stata individuata per la prima volta secondo una doppia prospettiva dalla Commissione Europea all’interno delle linee guida sulla rendicontazione non finanziaria: *“In effect, the Non-Financial Reporting Directive has a double materiality perspective”* (EC, 2019)⁸⁹. Nonostante dopo la sua introduzione il concetto di doppia materialità sia stato pienamente accolto prima dall’EFRAG e poi all’interno della CSRD, che ha deciso di considerare entrambe le prospettive (*outside-in* ed *inside-out*), la IFRS Foundation – e conseguentemente l’ISSB - ha chiaramente affermato di voler continuare a concentrarsi esclusivamente sulla materialità finanziaria. A tal proposito, Abhayawansa (2022) definisce la scelta di ritornare alla singola materialità come un “nuotare controcorrente” (traduzione letterale di *“swimming against the tide”*).

La questione sulla materialità, tuttora al centro di dibattiti, ha infatti da ultimo interessato la bozza del nuovo standard emanata dal *Sustainability Standard Board*. (IFRS S1 *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*) che prevede una sezione dedicata esclusivamente a tale aspetto proprio nel tentativo di soddisfare e tutelare gli interessi della comunità globale, raccogliendo suggerimenti, critiche e nuovi

⁸⁹ (EC, 2019): *“As indicated in the Commission’s 2017 Non-Binding Guidelines on Non-Financial Reporting, the reference to the ‘impact of [the company’s] activities’ introduced a new element to be taken into account when assessing the materiality of non-financial information. In effect, the Non-Financial Reporting Directive has a double materiality perspective”*.

spunti grazie alle lettere di commento ricevute. Nel periodo di esposizione compreso tra il 1° marzo 2022 al 29 Luglio 2022 i rispondenti sono stati 375. Il feedback dei rispondenti provenienti da disparate aree geografiche che si ottiene proprio grazie alle lettere di commento consente di guadagnare legittimità nel processo di emanazione dello standard ed anzi, l'eventuale mancanza di coinvolgimento degli utenti in questa fase ne determinerebbe una qualità inferiore (Larson, 2007; Orens et al., 2011; Allini et al., 2018). La maggior parte degli studi sulle lettere di commento si concentra sulla diversità delle categorie di rispondenti per individuare quali sono identificabili come “maggiormente attive” e su ciò che motiva i diversi utenti nel partecipare al processo di definizione degli standard contabili (Watts & Zimmerman, 1986; Orens et al., 2011; Allini et al., 2018; Jorissen et al., 2010; Chatham et al., 2010).

Un altro filone della letteratura considera nella classificazione delle lettere di commento la distribuzione geografica dei rispondenti (Rey et al., 2020; Elkins & Entwistle, 2022; Jorissen et al., 2013). In uno studio recente, Adams et al. (2022) hanno esaminato 577 lettere di commento presentate in risposta al *Consultation Paper* sul *Sustainability Reporting* per individuare l'*engagement* di una sola categoria di rispondenti - gli accademici - rispetto alla politica e alla mancanza di reattività da parte dei *policy makers*. Questa tesi mira a contribuire alle precedenti ricerche condotte sul concetto di materialità attraverso l'analisi del processo di approvazione dello standard IFRS S1 per tentare di delineare una concettualizzazione più chiara del principio di materialità nell'attuale panorama nazionale e sovranazionale. Da quanto è emerso dall'analisi della letteratura, nessun lavoro svolto fino ad oggi ha riguardato l'aspetto della materialità singola e/o doppia nel processo di emanazione del nuovo standard IFRS S1.

A differenza di quanto svolto da Adams et *al.* (2022), l'analisi in oggetto considera tutte le lettere di commento sottomesse, di conseguenza tutte le categorie di rispondenti, con un focus sulle risposte fornite alla Domanda 8 – “*Materiality*”.

Tenuto conto della review della letteratura svolta in precedenza, le *research questions* del presente lavoro sono:

- RQ1: In che modo i rispondenti si posizionano rispetto le principali tematiche individuate nelle *comment letters*?
- RQ2: Il supporto (o l'opposizione) al principio della doppia materialità varia in base alla categoria di rispondente?
- RQ3: Il supporto (o l'opposizione) al principio della doppia materialità varia in base alla provenienza geografica del rispondente?

4.3 Metodologia

4.3.1 Descrizione del campione

Il presente elaborato adotta una metodologia di ricerca di tipo qualitativo attraverso l'utilizzo di una *content analysis* (Boyatzis, 1998; Krippendorff, 1998; Weber, 1990). Le analisi quantitative si concentrano sul conteggio delle parole o misure simili, mentre le analisi qualitative si concentrano maggiormente sul significato delle parole di chi scrive la lettera (Holder et al., 2013). Per rispondere alle domande di ricerca (RQ1, RQ2, RQ3), si è deciso di ricorrere a questo tipo di analisi in quanto secondo Linsley e Shrives (2006) la *content analysis* oltre ad essere un metodo per codificare il testo in diverse categorie, può essere particolarmente utile quando è necessario analizzare una grande quantità di informazioni qualitative. In questo studio, sono state utilizzate le lettere di commento ricevute dall'ISSB durante l'iter di approvazione dell'ED dell'IFRS S1 *General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*. Le lettere di commento ricevute sono disponibili sul sito web IFRS nella sezione "Sustainability" dedicata al nuovo board⁹⁰. Tra i diversi metodi esistenti per influenzare il processo di definizione di uno standard, le lettere di commento sono state quelle maggiormente studiate (Rey et al., 2020; Chatham et al., 2010; Georgiou, 2010; Jorissen et al., 2010; Larson et al., 2022; Adams et al., 2022; Elkins & Entwistle, 2022; Larson et al., 2007; Orens et al., 2011; Allini et al., 2018). In particolare, alcuni di questi studi (Adams et al., 2022; Elkins & Entwistle, 2022) hanno utilizzato come strumento di analisi le lettere

⁹⁰ <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/general-sustainability-related-disclosures/#consultation-feedback>

di commento inviate in riferimento al *Consultation Paper* sul *Sustainability Reporting*, col quale l'IFRS Foundation propone la creazione del *Sustainability Standard Board*.

La tabella 4.1 mostra un quadro esaustivo delle lettere di commento ricevute dallo ISSB in merito allo standard IFRS S1.

Tabella 4.1 Composizione dataset

<i>Lettere di commento ricevute dallo ISSB</i>			
	<i>Exposure Draft IFRS S1</i>	735	
	Totale lettere di commento ricevute		735
Meno:			
<i>Lettere di commento ricevute dallo ISSB non disponibili per malfunzionamento tecnico</i>			
	<i>Exposure Draft IFRS S1</i>	1	
<i>Lettere di commento ricevute dallo ISSB che non rispondono alla domanda (8)</i>			
	<i>Exposure Draft IFRS S1</i>	286	
	Totale lettere di commento non disponibili		287
Composizione finale			
	Composizione finale		448

Fonte: elaborazione personale

Si può notare che il numero totale di lettere di commento inviate in risposta all'ED è pari a 735. Tuttavia, il dataset finale comprende 448 lettere di commento, questo è dovuto all'indisponibilità di 1 lettera a causa di malfunzionamenti tecnici, mentre le restanti 287 lettere pur essendo state analizzate sono state escluse in quanto non prevedevano una risposta riguardo il tema oggetto d'analisi.

4.3.2 Profilo dei rispondenti

Prima di tutto, sulla base di studi precedenti (Elkins & Entwistle, 2022; Holder et al., 2013; Adhikari, 2014), si è proceduto a categorizzare i rispondenti secondo due criteri: categoria di appartenenza e provenienza geografica. Riguardo il primo criterio, i rispondenti sono stati classificati in 10 gruppi: *Academics, Accounting Profession, Preparers, Government, Individual, NGO/Think Tank, Users, Partnership, Standard Setters, Stock Exchange*.

Inoltre, il *dataset* finale delle lettere di commento disponibili è stato anche analizzato utilizzando come criterio la distribuzione geografica dei rispondenti (Europa, America Latina, Nordamerica, Asia, Africa, Australia/Nuova Zelanda). Per assegnare una posizione geografica, si è fatto riferimento all'indirizzo contenuto all'interno della risposta. In assenza di tali indicazioni, sono state effettuate ricerche sul Web, pertanto sebbene la maggior parte delle categorizzazioni geografiche fosse obiettiva, sono state necessarie alcune valutazioni personali in base al tipo di informazioni fornite in risposta all'ED.

La Tabella 4.2, fornisce una lista delle lettere di commento suddivise per la provenienza geografica dei rispondenti.

Tabella 4.2 Classificazione delle lettere di commento per area geografica

<i>Exposure Draft</i>		
Area geografica	Totale lettere di commento	
	#	% sul totale delle CLs
Regno Unito	68	15,14%
Germania	20	4,45%
Francia	19	4,23%
Irlanda	2	0,45%
Italia	8	1,78%
Paesi Bassi	8	1,78%
Belgio	6	1,34%
Europa	2	0,45%
Svizzera	10	2,23%
Svezia	3	0,67%
Repubblica Ceca	1	0,22%
Spagna	2	0,45%
Romania	1	0,22%
Moldavia	1	0,22%
Totale Europa	151	33,63%
Australia	30	6,68%

Nuova Zelanda	3	0,67%
Totale Oceania	33	7,35%
Internazionali	27	6,01%
USA	47	10,47%
Canada	44	9,80%
Totale Nord America	91	20,27%
Giappone	15	3,34%
Singapore	12	2,67%
Cina	7	1,56%
Malesia	7	1,56%
Arabia Saudita	8	1,78%
India	7	1,56%
Hong Kong	4	0,89%
Corea	4	0,89%
Bangladesh	3	0,67%
Iran	2	0,45%
Pakistan	3	0,67%
Filippine	3	0,67%
Turchia	3	0,67%
Indonesia	2	0,45%
Sri Lanka	2	0,45%
Taiwan	2	0,45%
Emirati Arabi Uniti	2	0,45%

Asia	1	0,22%
Laos	1	0,22%
Thailandia	1	0,22%
Totale Asia	89	19,82%
Brasile	12	2,67%
Messico	3	0,67%
Argentina	2	0,45%
Colombia	2	0,45%
Jamaica	1	0,22%
Totale America Latina	20	4,45%
Africa	11	2,45%
Botswana	2	0,45%
Burkina Faso	2	0,45%
Ghana	2	0,45%
Nigeria	2	0,45%
Zimbabwe	2	0,45%
Cameroon	1	0,22%
Kenya	1	0,22%
Malawi	1	0,22%
Nepal	1	0,22%
Tunisia	1	0,22%
Uganda	1	0,22%
Totale Africa	27	6,01%

Non specificata la provenienza	11	2,45%
Totale lettere di commento	449	100,00%

(*) Nota: Si tratta di 11 rispondenti appartenenti al dataset finale di 449 lettere di commento che, pur avendo risposto sul tema della materialità, non possono essere distribuite geograficamente, non essendoci nessuna indicazione sul luogo di provenienza. All'interno di queste 11 lettere di commento, ne sono state considerate 2 che rappresentano una duplicazione.

Fonte: elaborazione personale

In linea con la letteratura precedente (Elkins & Entwistle, 2022) il numero più elevato di lettere di commento è stato inviato dal Regno Unito (70, circa il 15,59% del totale), a cui seguono immediatamente gli Stati Uniti d'America con 50 lettere (pari all' 11,14% del totale) ed infine il Canada, dal quale sono pervenute 48 lettere di commento (10,69%). Inoltre, la tabella 4.2 mostra che la maggior parte delle lettere di commento proviene dall'Europa con un totale di 154 lettere, pari al 34,98% delle lettere a disposizione. In ordine decrescente, si trovano subito dopo l'America del Nord e l'Asia, da cui sono state ricevute rispettivamente 96 e 90 lettere di commento (che corrispondono al 21,83% ed al 20,50% sul totale delle CLs). La percentuale più bassa di risposte è stata raccolta, oltre alle lettere di cui non è specificata la provenienza (2,45%), in America Latina (4,46%) e in Africa (5,80%). Contrariamente ai risultati di Elkins & Entwistle (2022) il numero di risposte categorizzate come Internazionali è pari soltanto a 18 su 499 lettere disponibili (4,01%).

La tabella 4.3 offre un quadro più chiaro sulle differenti categorie di rispondenti con il fine di comprendere quali sono state effettivamente quelle maggiormente attive nel processo di approvazione dello standard.

Tabella 4.3 Classificazione delle lettere di commento per gruppo di appartenenza dei rispondenti

<i>Exposure Draft</i>		
Categoria	#	%
Preparers*	269	59,91%
Accounting Profession	48	10,69%
Individual	43	9,58%
Users	25	5,58%
Academics	24	5,35%
Standard Setters	21	4,68%
Stock Exchange	8	1,78%
Government	5	1,34%
NGO/Think Tank	4	0,89%
Partnership	1	0,22%

(*) Nota: Nella categoria dei *preparers* sono state considerate le 2 lettere di commento che rappresentano una duplicazione

Fonte: elaborazione personale

La categorizzazione dei rispondenti effettuata è simile a quella utilizzata in studi precedenti (Rey et al., 2020; Chatham et al., 2010; Jorissen et al., 2010; Elkins & Entwistle, 2022). La Tabella 4.3 indica che la categoria di rispondenti maggiormente attiva è rappresentata dai cd. *preparers* che hanno inviato più della metà del totale di lettere di commento disponibili (269). In questa categoria rientrano tutti coloro che devono redigere bilanci di una società, di conseguenza, si trovano le società industriali e di servizi, le associazioni, gli istituti finanziari e le banche (ad esclusione di investimento). Tale risultato è in linea con la letteratura precedente secondo cui la maggior parte delle lettere di commento proviene dai *preparers* in quanto le entità più grandi hanno maggiori probabilità di influenzare gli standard setter e sostenere costi più bassi (Georgiou, 2010; Holder et al., 2013; Reuter & Messner, 2015; Watts & Zimmerman, 1986; Georgiou, 2002; Hill et al., 2002; Elbanan & McKinley, 2006). Un'altra spiegazione del risultato potrebbe essere attribuita al fatto che all'interno della categoria rientra anche una parte di organizzazioni (ad esempio, *World Green Organisation*, *World Business Council for Sustainable Development*, *International Sustainable Finance Centre*) che sono impegnate sulle questioni di sostenibilità a livello globale. Inoltre, questo potrebbe essere spiegato dal fatto che si tratta delle categorie che hanno maggiore interesse ad influenzare la posizione del Board, le cui decisioni riguardo l'emanazione del nuovo standard avranno un impatto su di essi sia economico che sociale. I risultati confermano studi precedenti in cui risulta che i *preparers* sono una categoria più attiva rispetto agli *users* (Rey et al., 2020; Jorissen et al., 2012; Holder et al., 2013) di cui sono pervenute 25 risposte (solo il 5,57%); in questa categoria rientrano tutti coloro che prendono decisioni o forniscono consulenza grazie all'utilizzo di informazioni disponibili esternamente nei bilanci delle società analizzate, quindi investitori, analisti finanziari ed attuari (ad esempio, *Morningstar Sustainalytics*,

Moody's Corporation, *S&P Global*⁹¹). Tutti i rispondenti che hanno dichiarato di scrivere per conto proprio sono stati inseriti nella categoria *Individual*, mentre nella categoria *Academics* rientrano le lettere di coloro il cui nome risulta accompagnato da un titolo accademico (ad esempio, Professore), le lettere che includono l'Università di appartenenza del firmatario e tutte le Università. Gli *Standard-Setters* individuano gli istituti che emanano principi contabili a livello nazionale. La categoria *Government* contiene le organizzazioni governative a livello locale ed internazionale. Nel gruppo *NGO/Think Tank* sono state incluse tutte le organizzazioni non governative, mentre le *Stock Exchanges* sono le borse.

4.3.3 Content analysis

Gli studiosi che hanno contribuito – nelle diverse discipline – a fornire una definizione di questo tipo di metodologia sono numerosi. Tra i principali contributi si ricordano quelli di Boyatzis (1998), Krippendorff (2018) e Weber (1990). Weber (1990) definisce la *content analysis* come una tecnica in grado di utilizzare un insieme di procedure per fare deduzioni valide a partire dal testo, il cui svantaggio potrebbe essere considerato il tempo e lo sforzo necessari per sviluppare un sistema di codifica in grado di garantire la riproducibilità e l'affidabilità. Secondo Krippendorff (2004) si tratta di un “metodo empiricamente fondato, esplorativo nel processo e predittivo o inferenziale nell'intento”. Attraverso la valutazione e l'interpretazione di testi, consente di trarre inferenze in modo oggettivo e quantificabile. In altre parole, permette la conversione di dati qualitativi – attraverso un'analisi sistematica dei testi – in dati quantitativi (Krippendorff, 2018). Il processo di analisi del contenuto può essere di tipo *manual (o human)* e di tipo *computer-based*.

⁹¹ Rispettivamente si fa riferimento alle risposte #599, #691 e #293.

Nello specifico, nel presente elaborato si è fatto uso di una *manual content analysis* (Torelli et al., 2019; Pashakhanlou, 2017; Hussain et al., 2018; Adhikari et al., 2014; Morris, 1994). Secondo Pashakhanlou (2017) la *manual content analysis* risulta essere particolarmente utile quando si ha a che fare con significati latenti poiché l'essere umano ha un vantaggio interpretativo rispetto ad un software. Soprattutto quando si tratta di indagini qualitative che si trovano ad affrontare domande di tipo “how”, “why” e “what”, la *manual content analysis* è particolarmente consigliata. Morris (1994) nel suo studio mette a confronto i risultati ottenuti grazie al ricorso ad una *content analysis* di tipo manuale con quelli che si ricavano mediante l'utilizzo di un software. Uno dei risultati che emerge è proprio l'aspetto dell'incapacità del software di riconoscere l'intento comunicativo delle specifiche parole utilizzate. Dello stesso avviso Krippendorff (2004) ritiene che la semplice analisi della frequenza delle parole possa fornire informazioni fuorvianti sull'intento dell'uso di determinate parole a causa dell'insensibilità del software rispetto alla eventuale negazione, ironia o più in generale al “tono” di chi scrive quel determinato testo.

Considerata la precedente letteratura, la decisione di utilizzare una *content analysis* di tipo manuale per analizzare le 448 lettere di commento inviate in risposta all'ED IFRS S1 è stata presa perché:

- la materialità è uno soltanto tra i vari affrontati all'interno dell'ED e di conseguenza riguarda solo una specifica parte della lettera di commento;
- le risposte fornite alla domanda numero 8 non sono classificate seguendo lo stesso ordine in tutte le lettere di commento; pertanto, è necessario dedurle da un'analisi approfondita del testo;
- il software avrebbe potuto mal interpretare il testo a causa della presenza di parole spesso utilizzate con significati diversi. Un esempio è proprio l'utilizzo della parola *materiality*, spesso non accompagnata (o non immediatamente accompagnata) dalla

specifica “singola” e/o “doppia”, rendendo necessaria l’interpretazione complessiva della risposta per comprenderne il riferimento all’una o all’altra corretto, o ancora, “dinamica” inteso sia nel senso di meccanismo che in riferimento alla materialità.

Pertanto, le lettere di commento sono state analizzate indipendentemente e codificate all’interno di un foglio Excel. Le domande dell’ED che sono state oggetto di analisi (*Question 8 – Materiality*) sono illustrate nella tabella 4.4⁹².

⁹² Il testo dell’ED IFRS S1 (par. 56-62) è riportato nell’Appendice A.

Tabella 4.4 Domande presenti nell'ED sull'aspetto della materialità

<i>Exposure Draft - Domanda (8) "Materiality"</i>	
(a)	La definizione e l'applicazione della materialità sono chiare nel contesto delle informazioni finanziarie relative alla sostenibilità? Perché o perché no?
(b)	Ritenete che la definizione proposta e l'applicazione della materialità catturino l'ampiezza dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità rilevanti per il valore d'impresa di una specifica entità, anche nel tempo? Perché o perché no?
(c)	L' <i>Exposure Draft</i> e la relativa Guida illustrativa sono utili per identificare informazioni finanziarie rilevanti relative alla sostenibilità? Perché o perché no? In caso negativo, quali ulteriori indicazioni sono necessarie e perché?
(d)	Siete d'accordo con la proposta di sollevare un'entità dalla divulgazione di informazioni altrimenti richieste dall' <i>Exposure Draft</i> se leggi o regolamenti locali vietano all'entità di divulgare tali informazioni? Perché o perché no? Se no, perché?

Fonte: elaborazione personale

4.4 Risultati

Le domande proposte all'interno dell'ED ai potenziali rispondenti sono 4 (Tabella 4.4). Alcuni dei rispondenti, piuttosto che rispondere singolarmente alle domande, hanno preferito dare un'opinione generale sul tema della materialità. In altre lettere di commento, è stato seguito l'ordine delle domande così come strutturato all'interno dell'ED. Alcune lettere di commento, pur essendo state considerate all'interno del campione iniziale, contengono risposte molto brevi alle domande, o sono addirittura spesso formulate con un semplice “sì” o “no” senza fornire ulteriori spiegazioni. Altri rispondenti invece hanno dedicato l'intera lettera di commento al tema della materialità o, comunque, hanno fornito risposte molto dettagliate sull'argomento. La lunghezza delle lettere di commento era compresa tra un minimo di 1 pagina ed un massimo di 101 pagine. Lo studio esplora in che modo i rispondenti si posizionano rispetto le principali tematiche individuate nelle *comment letters* sul tema della materialità (RQ1). In linea con la letteratura precedente (Adhikari et al., 2014) e per facilitare la discussione, nella Tabella 4.5 sono state individuate le 5 principali tematiche affrontate all'interno delle lettere di commento, a loro volta suddivise in sottoclassi. È stata aggiunta la categoria “Altro” per raggruppare le risposte che non hanno aggiunto motivazioni e/o spiegazioni al semplice sì / no.

Tabella 4.5 Temi identificati nelle *comment letters* sulla materialità

Diversi approcci raccomandati	N=448
Materialità d’impatto	128
Materialità dinamica	19
Materialità doppia	104
Evitare l’introduzione della doppia materialità	5
Valutazione di materialità	181
Fornire una guida pratica	149
Allineamento ad IFRS Pratiche Statement 2	7
Allineamento ad GRI #3 Material Topics	14
Allineamento alla mappa di materialità SASB	11
Regolamenti locali	15
Leggi locali create <i>ad hoc</i> per oscurare informazioni	4
Prevalenza standard globale su leggi locali	11
Definizione	95
Chiarire "materiale" vs "significativo"	61
Chiarire "bassa probabilità - alto impatto"	7
Considerare l’aspetto di non volontarietà dell’omissione	11
Eliminare/modificare riferimento all’ <i>enterprise value</i>	16
Obbligo divulgazione processo adottato	25
Altro	117

Nota: le risposte non si escludono necessariamente a vicenda. Ad esempio, i 181 rispondenti che ritengono necessario chiarire il processo di valutazione, possono aver risposto anche riguardo qualche aspetto della definizione.

La tabella 4.5 mostra che le principali tematiche trattate all’interno delle lettere di commento sono la (1) “materialità d’impatto”, il processo di (2) “valutazione della materialità”, i (3)

“regolamenti locali”, la (4) “definizione” ed infine (5) l’“obbligo di divulgazione”. Nella categoria (6) “Altro” sono state considerate esclusivamente le lettere di commento che in risposta alla Domanda 8 non hanno fornito nessun tipo di commento.

Il tema della “materialità d’impatto” è stato affrontato da 128 rispondenti (28,57%) facendo riferimento 104 volte alla doppia materialità e 19 alla materialità dinamica. Secondo i rispondenti, l’ED nel fare espresso riferimento alla definizione di materialità prevista dallo IAS 1, realizzerebbe un passo indietro rispetto all’approccio adottato dal GRI di recente; pertanto, consigliano di apportare delle modifiche alla definizione mediante l’inclusione della materialità doppia o dinamica. Si riportano di seguito alcuni esempi:

“The ISSB has decided to focus on enterprise value to assess the materiality of sustainability-related risks and opportunities. Our experience with sustainability disclosure finds that materiality is dynamic, with sustainability-related risks and opportunities moving across the materiality spectrum. As a result, under the ISSB’s definition, preparers may find themselves ‘guessing’ primary users’ expectations on what constitutes enterprise value.” (Lettera di commento 225, p. 11)

In questo caso, il rispondente esprime addirittura la difficoltà che i *preparers* incontrerebbero (utilizzano il verbo “*guessing*”, cioè indovinare) nell’individuare ciò che gli *users* si aspettano faccia parte dell’*enterprise value*, proprio perché viene posta l’attenzione esclusivamente sul valore d’impresa e non sulla materialità dinamica.

La lettera di commento 1 richiede di precisare che la sostenibilità finanziaria di un’entità a cui si riferisce lo standard IFRS S1 è interdipendente con la sostenibilità del pianeta e della collettività; pertanto, ci si focalizzerebbe su una creazione di valore tutto fuorché sostenibile:

“First, we call for the ISSB and the EFRAG SRB to acknowledge that an entity’s financial sustainability is interdependent with the sustainability of the planet and society. The underpinning argument here is that the “outside-in” materiality perspective (also referred to as “financial materiality”) is inherently

interdependent with the “inside-out” materiality perspective (also referred to as “impact materiality”). An entity’s value-creation activities are unsustainable if they simultaneously produce negative social and environmental externalities especially where these contribute to surpassing social and planetary boundaries, as these externalities may have subsequent implications for the entity’s enterprise value over the short, medium, and long terms.”

È stata rilevata, tra tutte, soprattutto la preoccupazione che ciò che l’ISSB stava proponendo non era un reale standard globale sulla sostenibilità: “*Sustainability without double materiality is not true sustainability*”, è intitolata così la lettera di commento 73 di Re_Generation che mette in guardia sulle principali conseguenze della proposta:

“The systemic failures that we collectively face, from ecosystem collapse to economic inequality, are a result of the overriding focus on enterprise value creation at the expense of social and environmental value. As such, considering social and environmental value only insofar as they affect enterprise value is simply reinforcing the underlying problem. [...] Sustainability, in the context of double materiality, overtly acknowledges that enterprise value is dependent upon the underlying social and environmental value [...] The singular focus on financial materiality, whereas, is the opposite of this—it measures how the world impacts enterprise value. It thus inverts the meaning of the term ‘sustainability’ by implying that it is merely about sustaining corporations in a world that is becoming increasingly unsustainable.”

I rispondenti sottolineano come tutti i fallimenti a cui si continua ad assistere in tutto il mondo, rappresentino proprio il risultato dell’attenzione rivolta esclusivamente alla creazione di valore. Riconoscere all’interno del nuovo standard ISSB soltanto la materialità finanziaria invertirebbe il vero significato di “sostenibilità”, in tal senso diverrebbe quello di sostenere le aziende in un mondo che sta diventando sempre più insostenibile. Significativa è la posizione di 5 rispondenti (39, 60, 189, 477, 596) che si oppone a questa visione più ampia della materialità. L’introduzione del concetto di “doppia materialità” o “materialità dinamica” viene considerato per lo più fuorviante e troppo complesso. In questi casi si preferisce il focus sulla materialità finanziaria che sarebbe meno costoso e soprattutto già

conosciuto; nella lettera 596 si suggerisce di risolvere la ricerca di informazioni materiali relative alla sostenibilità mediante la raccolta di documenti, come ad esempio semplici richieste dalle parti interessate. Si riportano di seguito alcuni estratti delle 5 risposte:

“Use of terms such as “double materiality” and “significant” make it less accessible” (Lettera di commento 39)

“We do not support a double materiality test, a concept not generally applied in Australia. We believe that were the focus to be expanded to other stakeholders the scope of any resultant standards would be prohibitive and its complexity and the cost of implementation would likely mitigate against global adoption. The slightly narrower focus on enterprise value, investors and financial materiality will be easier for jurisdictions such as Australia” (Lettera di commento 60)

“The proposal implies Dynamic Materiality, which appears to be inconsistent with the objectives of Sustainability Reporting of the Philippine SEC.” (Lettera di commento 189)

“The Society fully supports the application of financial materiality with a focus on investors and enterprise value consistent with the U.S. securities laws. The Society does not support a broader “societal impact” focus or double materiality approach.” (Lettera di commento 477)

“DHC suggests the concept of double materiality is not yet sufficiently understood worldwide to enable robust, comparable and decision useful application of this concept. DHC also notes that this dilemma may be solve by including proxy filings, stakeholder demands, and other significant drivers in determination of material sustainability topics” (Lettera di commento 596)

Un altro tema su cui 181 rispondenti (40%) hanno mostrato perplessità riguarda l'assenza della descrizione del processo di valutazione della materialità che crea parecchie incertezze e rende, secondo i commentatori, l'*Exposure Draft* e la Guida illustrativa non sufficienti lasciando troppo spazio al giudizio soggettivo dell'entità. In particolare, sul punto:

“The application of materiality is a matter of professional judgement. It would be wise to at least include some key areas in this [Draft] standard which would be consider material for enterprise value in every scenario rather it should be left on entity’s professional judgement.” (Lettera di commento 51)

All’interno dell’*Exposure Draft*, infatti, si legge che “un’entità dovrebbe utilizzare il proprio giudizio per identificare ciò che è significativo”⁹³. Tale giudizio, secondo i rispondenti, compromette la definizione ed applicazione della materialità perché consente alle entità di costruirsi un buon *enterprise value* attraverso dichiarazioni non oggettive. All’interno di queste lettere di commento si richiede quindi la previsione di una guida pratica su ciò che deve essere considerato materiale e non durante il processo di valutazione di un’entità. Alcuni poi, specificano di riferirsi alla matrice GRI (14), alcuni (7) di allinearsi all’IFRS Practice Statement 2, ed altri invece alla mappa di materialità SASB (11).

Altre lettere di commento (145, 233, 401, 402, 446, 475, 692, 715) considerano importante la previsione di una guida che aiuti le entità nel processo di valutazione della materialità a seconda del settore di appartenenza. Il rispondente 401 scrive:

“A clear way on how to define and concretely adopt the materiality process is needed, furthermore it is really needed to have a materiality assessment if each topic will have a sectorial guidance indicating which KPI to disclose? It is better to balance the cost and benefits of a materiality analysis and the fact that the standards already states sector agnostic and sector specific KPIs [...] that all the related companies will have to disclose in the same way, in order not to leave too much discretion to each preparer.”

Il suggerimento, in questo caso, è quello di prevedere dei KPI specifici e settoriali in modo da rendere non necessaria la valutazione di materialità grazie all’utilizzo di una guida di settore che non lascia discrezionalità ai *preparers*.

⁹³ Vedi Appendice 1.

Il 21,20% delle lettere riguarda la definizione di materialità. Le principali problematiche riscontrate sono state l'utilizzo delle parole "materiale" e "significativo" come sinonimi, il riferimento ai rischi "a bassa probabilità ed alto impatto", il riferimento all'*enterprise value* ed infine il suggerimento di considerare la possibilità che l'eventuale omissione di informazioni materiali, così come prevista dalla definizione di materialità al paragrafo 56, potrebbe essere non volontaria. Il maggiore consenso (61 risposte) si è raccolto proprio sulla specificazione dei termini "materiale" e "significativo" utilizzati all'interno dell'ED come sinonimi. Si riportano alcuni estratti:

"The use of terms "material" and "significant" complicate assessing the information. In order for the sake of the analysis, the qualification of these subjective descriptions should be explained. Providing definitions for these terms, how they are perceived by the IFRS-ISSB, would help the reporting entities to analyze their materiality and understand if the information is included as part of the requirements of the standards." (Lettera di commento 223)

"However, we would like to note that the use of terms "material" and "significant" (the objective of the standard is to require an entity to disclose information about its significant sustainability-related risks and opportunities ...) along the standard could complicate assessing the information, therefore providing definitions for these terms and how they interact would help the reporting entities to analyze their materiality and understand if the information is included as part of the requirements of the standards." (Lettera di commento 269)

"We found that the term 'significant' has not been clearly defined and is used interchangeably with 'material' throughout both Exposure Drafts. We recommend the removal reference of 'significant' and to focus on 'material' information only." (Lettera di commento 276)

Ciò che emerge è che uno dei problemi principali della definizione fornita all'interno dell'ED IFRS S1 risiede nell'utilizzo delle parole "materiale" e "significativo" senza che ne

sia specificata la differenza. Qualora non vi fosse, nelle lettere di commento si raccomanda l'eliminazione della parola "significativo" per preferire "materiale".

Il 5,58% delle lettere di commento riguarda l'obbligo di divulgazione. In particolare, è stato individuato un obbligo per le entità che non viene menzionato all'interno della Bozza di Standard riguardante il processo di valutazione adottato. L'obbligo di divulgazione del processo adottato richiederebbe alle aziende di informare non soltanto circa le soglie di materialità applicate, ma anche riguardo gli orizzonti temporali (breve, medio, lungo termine) considerati per definire un'informazione materiale. Il paragrafo 66 delle *Basis for Conclusions* chiarisce che tale obbligo non è stato previsto per evitare che le entità potessero divulgare informazioni standard. Di seguito si riporta un esempio delle risposte fornite sul punto:

"It is important for the users of general purpose financial reporting to have some insight into the factors considered and approach taken by an entity in identifying significant risks and opportunities, in order to have sufficient understanding of, and confidence in, the conclusions reached. We would therefore urge the ISSB to include a disclosure requirement regarding the process by which materiality assessments have been made, taking due care to frame it in a manner that can minimize the risk of a boilerplate response. For example [...] particular realities of their business model, activities, resource needs, operating, sourcing or market contexts, and value chain relationships, including impacts and dependencies." (Lettera di commento 560)

Soltanto il 3,34% delle risposte riguarda il problema della rilevanza dei regolamenti locali rispetto allo standard globale. Nello specifico, i *topic* individuati sono due: il primo riguarda la prevalenza del principio globale su eventuali norme locali che dovessero vietare la divulgazione di informazioni considerate materiali dall'entità (Lettere di commento 24, 92, 119, 171, 297, 322, 376, 396, 424, 461, 528, 634). Il secondo gruppo di lettere, seppure in misura molto ridotta (3), riguarda la possibilità che nelle diverse giurisdizioni le entità

potrebbero essere coinvolte nell'approvazione di leggi o regolamenti che possono favorirle nell'evitare la divulgazione di determinate informazioni (Lettere di commento 92, 329, 508, 588).

Successivamente, si è proceduto ad individuare se il supporto (opposizione) al principio di materialità, così come esposto nell'ED, varia in base alle categorie di rispondenti (RQ2).

Tabella 4.6 Posizione dei rispondenti suddivisi per categoria

Categorie di rispondenti	Posizione complessiva		
	% Posizione complessiva ^a		
	Supporto	Opposizione (parziale)	Opposizione
Preparers	51 (19%)	167 (62%)	50 (19%)
Accounting Profession	8 (17%)	32 (67%)	8 (17%)
Individual	15 (35%)	18 (42%)	10 (23%)
Users	5 (20%)	20 (80%)	0
Academics	5 (21%)	7 (29%)	12 (50%)
Standard Setters	3 (14%)	15 (71%)	3 (14%)
Stock Exchange	2 (25%)	6 (75%)	0
Government	0	3 (60%)	2 (40%)
NGO/Think Tank	0	1 (50%)	3 (75%)
Partnership	0	0	1 (100%)

^aNota: Le percentuali vengono calcolate tra le righe

Fonte: elaborazione personale

La tabella 4.6 riassume i rispondenti per categoria (*preparers, accounting profession, individual, users, academics, standard setters, stock exchange, government, NGO/Think Tank, partnership*) e la posizione (supporto, opposizione parziale ed opposizione) complessivamente assunta riguardo l'ED IFRS S1 Chatham et al., 2010; Yen et al., 2007. Le opinioni che sono state espresse riguardo i paragrafi 56-62 della Bozza del nuovo Standard sono state classificate come di "Supporto", quando i rispondenti hanno manifestato

un'opinione molto favorevole, tanto da non aggiungere nessun tipo di suggerimento oltre quanto già previsto dal Board. La risposta è stata categorizzata di “Opposizione parziale” quando i rispondenti hanno manifestato un atteggiamento complessivamente positivo con alcune riserve, ed infine tra le risposte di “Opposizione” i rispondenti hanno chiaramente manifestato un sostanziale disaccordo verso le nuove proposte. I risultati mostrano che c'è un generale allineamento sulla necessità di apportare modifiche al principio della materialità così come esposto all'interno della bozza, tuttavia, considerate nel complesso tutte le risposte di supporto (sia totale che con riserva) la maggior parte dei rispondenti (358 di 448) si oppone alla bozza in esame. I rispondenti che si oppongono rappresentano il 79,91%).

La categoria dei *preparers*, che ha partecipato in numero maggiore, è la stessa che si oppone maggiormente rispetto tutte le altre alla bozza dello Standard, infatti, circa il 62% dei rispondenti si oppone indicando suggerimenti e modifiche da apportare ed un 19% si oppone totalmente.

In linea con la letteratura precedente (Adams et al., 2021; Burzillo et al., 2022) gli accademici sostengono categoricamente la preferenza verso un approccio alla materialità doppia opponendosi al 79% alla bozza del presente Standard. Si riportano di seguito la risposta del Professor Carol Adams e del Professor Richard Sloan:

“[...] I reiterate the need for a double materiality approach, recognising that investors need information on corporate impacts on economies, society and the environment (provided through GRI Standards) and information on the financial implications of sustainable development issues. The ISSB must focus on the latter if either are to be done well. Any definition of materiality will be difficult to apply unless the amount of judgement required is first addressed and guidance given [...].”

(Lettera di commento 19)

“[...] To summarize, we examine the stock market reaction to the release of corporate reports incorporating SASB metrics that are intended to provide financially material and decision-useful information to investors. Using standard techniques, we are unable to find compelling evidence that these reports provide a significant amount of decisionuseful information to investors. [...] A definition of double materiality that incorporates the significant environmental and social impacts of the company would be more aligned with existing reporting practices. Assuming that the ISSB proceeds with a focus on financial materiality, I encourage the ISSB to look for supporting evidence of financial materiality [...].” (Lettera di commento 102)

La categoria che si mostra più incerta rispetto le altre, è quella degli *Accounting Profession*. Il loro posizionamento, non chiaramente a favore o contro, dimostra che è evidente che ci sono benefici e costi relativi all’adozione di un principio di materialità doppia che lasciano diverse incertezze. Di seguito, si riporta un esempio di risposta di opposizione parziale.

“We fully acknowledge that the ISSB’s focus is on providing investors with sustainability information that could reasonably affect enterprise value. Nevertheless, various entities have reported sustainability information under the double materiality concept for some time and it could be challenging for them to isolate the effects on investors from their existing multi-stakeholder assessment. The dynamic nature of sustainability issues (i.e. how they move from not affecting enterprise value to affecting and vice versa) also makes it difficult for entities to judge what information would affect enterprise value at different points in time. We therefore suggest that the ISSB provide more examples in the Illustrative Guidance to help entities understand how to apply this concept.” (Lettera di commento 174)

Un altro aspetto che emerge riguarda gli *Users*, di cui l’80% si oppone parzialmente, il 20% supporta a pieno il principio senza aggiungere nessun suggerimento e nessuno dei rispondenti si oppone. Tranne che per la categoria *Academics* (osservato in precedenza), il

risultato è in linea con le altre tipologie di rispondenti che per lo più si oppone suggerendo modifiche e chiarimenti piuttosto che opporsi totalmente alla bozza.

Da un punto di vista geografico, il paese che si è opposto maggiormente al principio di materialità finanziaria dell'ISSB è l'Australia, infatti, 14 di 30 rispondenti hanno considerato il tema poco chiaro, e si sono mostrati sinceramente preoccupati per la sua applicazione pratica. Si riporta una delle risposte considerate più significative:

“We do not consider that the proposed definition and application of materiality will capture the breadth of sustainability-related risks and opportunities relevant to the enterprise value of a specific entity, including over time. In the absence of explicit requirements to disclose material sustainability outcomes/impacts, whether or not they are perceived by the enterprise to present material risks or opportunities, we believe the information required for primary users to accurately determine enterprise value is likely to be incomplete. Furthermore, we propose that the enterprise assessment of what is material, as currently defined in the exposure draft, is potentially open to inappropriate levels of discretion and judgement by the enterprise.” (Lettera di commento 509)

Dalla Germania sono pervenute il maggior numero di lettere (13 di 20) completamente a favore del principio di materialità (65%). Un altro risultato significativo è che il numero di lettere di opposizione più alto è pervenuto da Paesi non Europei rispetto ai rispondenti appartenenti all'Europa.

4.5 Limiti dello studio

La presente analisi non è priva di limitazioni.

Questa ricerca inevitabilmente ha delle limitazioni:

- La *manual content analysis* soffre di un certo grado di soggettività

- Il campione di riferimento è limitato ai rispondenti delle lettere di commento
- Focus sulla domanda numero 8
- Focus sull'*Exposure Draft* dell'ISSB

In primo luogo, la scelta di effettuare una *manual content analysis* implica sempre un certo grado di soggettività, ma si è tentato di fare tutto il necessario per mantenere coerente lo studio. Krippendorff (1980) mette in guardia sulla potenziale inaffidabilità dei risultati di un'analisi condotta manualmente. In secondo luogo, un'altra limitazione riguarda il campione di riferimento, che è limitato ai rispondenti delle lettere di commento. Il presente studio, infatti, delle 735 risposte inviate all'ED ha analizzato esclusivamente le 448 che hanno fornito una risposta riguardo il tema della materialità. Per modificare la rappresentatività del campione, potrebbero in futuro confrontarsi i rispondenti effettivi e quelli potenziali. Il focus è poi orientato alla domanda numero 8 delle lettere inviate in risposta all'ED IFRS S1, ciò ha comportato l'esclusione di tutte le lettere che non presentavano una risposta a questa domanda. In futuro potrebbe essere utile considerare nel complesso tutte le risposte per verificare se ci sono ulteriori riferimenti al tema della materialità, seppure non indicati precisamente come risposta alla domanda numero 8. Poiché è stato considerato solo l'ED dell'ISSB, in futuro potrebbe essere utile anche investigare i risultati dell'ISSB con quelli di altre istituzioni (ad es. EFRAG). Inoltre, potrebbe indagarsi che tipo di figura professionale sarebbe richiesta per l'introduzione del principio della cd. doppia materialità o quali *skills* professionali sarebbero necessarie. Lo studio contribuisce principalmente alla letteratura sulle lettere di commento, oltre che alla letteratura sul lobbismo e sulla definizione degli standard. In particolare, si contribuisce alla ricerca esistente sulle lettere di commento che cerca di identificare le ragioni specifiche alla base del sostegno o dell'opposizione ad una specifica proposta di definizione degli standard.

Grazie al focus sul *Sustainability Standard Board* lo studio contribuisce anche alle future ricerche su questo nuovo Standard Setter.

Conclusioni

Il principio di materialità ha interessato da ultimo la Bozza del nuovo Standard emanato dall'*International Sustainability Standard Board* (ISSB). Mentre il suo obiettivo primario era quello di raggiungere un'armonizzazione nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità, ciò che si è ottenuto è stato esattamente l'inverso: attualmente manca la dovuta chiarezza attorno questo concetto e la coesistenza di interpretazioni diverse porta inevitabilmente a mal interpretare le informazioni del reporting di sostenibilità. La scelta di analizzare le lettere di commento ricevute in risposta all'ED IFRS S1 è stata fatta per dare luce sul concetto di materialità analizzando la posizione delle diverse categorie di rispondenti. Il presente contributo conferma i risultati di studi precedenti (Adams et al., 2022; Abhayawansa, 2022; Jørgensen et al., 2022). La sfida di raggiungere chiarezza riguardo alle questioni di sostenibilità finanziariamente e non finanziariamente materiali (ovvero doppia materialità) assieme alla natura dinamica di questo aspetto è significativa. Prima di analizzare le lettere di commento attraverso la *content analysis*, i rispondenti sono stati suddivisi in sette categorie: *preparers*, *users*, *academics*, *stock exchange*, *standard setters*, *accounting profession*, *individual*, *partnership*. In seguito, si è proceduto ad una categorizzazione degli stessi anche in base alla provenienza geografica. Dai risultati è emerso che la categoria maggiormente attiva è rappresentata dai cd. *preparers*, i quali hanno inviato più della metà delle lettere di commento (269; 59,91%). Questo risultato è in linea con la letteratura precedente, infatti altri studi (Georgiou, 2010; Holder et al., 2013; Reuter

and Messner, 2015; Watts e Zimmerman, 1986; Georgiou, 2002; Hill et al., 2002; Elbanan e McKinley, 2006) avevano ottenuto i medesimi risultati.

In seguito, seguendo la letteratura precedente (Adhikari et al., 2014) si è proceduto ad analizzare il contenuto delle lettere di commento individuando 5 tematiche principali: (1) “materialità d’impatto”, (2) “valutazione della materialità”, (3) “regolamenti locali”, (4) “definizione”, (5) “obbligo di divulgazione”. Dopo aver analizzato la frequenza di ogni tematica all’interno delle *comment letters* e specificato il contenuto di ciascuna, è stata proposta una categorizzazione dei rispondenti per la posizione (supporto, opposizione parziale, opposizione) complessivamente assunta nei riguardi del principio di materialità così come esposto all’interno della Bozza di Standard.

I risultati hanno rivelato che i rispondenti che si oppongono rappresentano quasi l’80% del totale (358 di 448). In linea con la letteratura precedente gli *Academics* (79%) sono a favore del principio di doppia materialità (Adams et al., 2021; Sloan et al., 2022) in cui gli accademici hanno sostenuto categoricamente la preferenza verso un approccio alla materialità doppia, pertanto, non condividono una visione esclusivamente finanziaria della materialità come definita all’interno della Bozza. Le altre categorie di rispondenti supportano – per lo più parzialmente – il principio di materialità così come definito nella bozza.

Da un punto di vista geografico, il maggior numero di lettere a favore del principio di materialità è stato raccolto in Germania (13 su 20). Un altro risultato, non in linea con la precedente letteratura (Chatham et al., 2010) è che i Paesi non Europei hanno raggiunto il livello più alto di opposizione rispetto ai rispondenti europei.

I risultati mostrano che non è possibile individuare, allo stato attuale, una posizione chiara delle categorie di rispondenti riguardo il concetto della materialità. La maggior parte di essi,

infatti, suggerisce al nuovo Board di adottare diverse modifiche per garantire l'allineamento rispetto ad altri standard (GRI o SASB), senza opporsi categoricamente. Tuttavia, si ritiene che per poter individuare una concettualizzazione univoca di materialità – globalmente condivisa – sia necessario aumentare gli studi sul tema. Pertanto, a seguito dei risultati riportati nella presente attività di ricerca, alcuni contrastanti con quelli mostrati dalla letteratura, si ritiene fermamente che bisogna aumentare il numero di studi su questo tema per poter comprendere quali sono le direzioni future del concetto di materialità.

Appendix A

Exposure Draft
The Exposure Draft defines material information in alignment with the definition in IASB’s Conceptual Framework for General Purpose Financial Reporting and IAS 1. (56) Information ‘is material if omitting, misstating or obscuring that information could reasonably be expected to influence decisions that the primary users of general purpose financial reporting make on the basis of that reporting, which provides information about a specific reporting entity’. However, the materiality judgements will vary because the nature of sustainability-related financial information is different to information included in financial statements. Whether information is material also needs to be assessed in relation to enterprise value. Material sustainability-related financial information disclosed by an entity may change from one reporting period to another as circumstances and assumptions change, and as expectations from the primary users of reporting change. Therefore, an entity would be required to use judgement to identify what is material, and materiality judgements are reassessed at each reporting date. The Exposure Draft proposes that even if a specific IFRS Sustainability Disclosure Standard contained specific disclosure requirements, an entity would need not to provide that disclosure if the resulting information was not material. Equally, when the specific requirements would be insufficient to meet users’ information needs, an entity would be required to consider whether to disclose additional information. This approach is consistent with the requirements of IAS 1. The Exposure Draft also proposes that an entity need not disclose information otherwise required by the Exposure Draft if local laws or regulations

prohibit the entity from disclosing that information. In such a case, an entity shall identify the type of information not disclosed and explain the source of the restriction.

Bibliografia

- Abhayawansa, S. (2022). Swimming against the tide: back to single materiality for sustainability reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, (ahead-of-print).
- Adams, C. A., & Mueller, F. (2022). Academics and policymakers at odds: the case of the IFRS Foundation Trustees' consultation paper on sustainability reporting. *Sustainability accounting, management and policy journal*, (ahead-of-print).
- Adhikari, A., Betancourt, L., & Alshameri, F. (2014). The SEC's proposed IFRS roadmap: an analysis of comment letters using content analysis and textual software. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 23(2), 98-108.
- Adriani, R. (2020) Le aziende come attori sociali. Tendenze attuali della Responsabilità Sociale d'Impresa. Tigor. *Rivista di scienze della comunicazione e di argomentazione giuridica*.
- Allini, A., Aria, M., Macchioni, R., & Zagaria, C. (2018). Motivations behind users' participation in the standard-setting process: Focus on financial analysts. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(3), 207-225.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G., & Wurgler, J. (2018). Financing the response to climate change: The pricing and ownership of US green bonds (No. w25194). National Bureau of Economic Research.
- Balluchi, F., Furlotti, K., & Torelli, R. (2020). Italy towards mandatory sustainability reporting. Voluntary corporate social responsibility disclosure of Italian companies and legislative decree 254/2016 statements. A quantitative analysis of the last 10 years. *Sustainability and Law: General and Specific Aspects*, 257-274.

- Bassen, A., Meyer, K., & Schlange, J. (2006). The influence of corporate responsibility on the cost of capital. Available at SSRN 984406.
- Baumol, W. J. (1970). A new rationale for corporate social policy. USA: Heath Lexington Books
- Baumüller, J., & Sopp, K. (2022). Double materiality and the shift from non-financial to European sustainability reporting: Review, outlook and implications. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(1), 8-28.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of business ethics*, 97, 207-221.
- Bernardi, R. A., & Threadgill, V. H. (2011). Women directors and corporate social responsibility. *EJBO: Electronic Journal of Business Ethics and Organizational Studies*.
- Biermann, F., Kanie, N., & Kim, R. E. (2017). Global governance by goal-setting: The novel approach of the UN sustainable development goals. *Current Opinion in Environmental Sustainability*, 26/27, 26–31
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021). Inside the ESG ratings:(Dis) agreement and performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(5), 1426-1445.
- Boissinot, J., Goulard, S., Salin, M., Svartzman, R., & Weber, P. F. (2022). Aligning financial and monetary policies with the concept of double materiality: Rationales, proposals and challenges.
- Bornemann, B., & Weiland, S. (2021). The UN 2030 Agenda and the quest for policy integration: A literature review. *Politics and Governance*, 9(1), 96-107.

- Boulouta, I. (2013). Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. *Journal of business ethics*, 113(2), 185-197.
- Bowen, H. R. (2013). *Social Responsibilities of the Businessman*. Stati Uniti: University of Iowa Press.
- Boyatzis, R. E. (1998). *Transforming qualitative information: Thematic analysis and code development*. sage.
- Brand, A., Furness, M., & Keijzer, N. (2021). Promoting policy coherence within the 2030 Agenda framework: Externalities, trade-offs and politics. *Politics and Governance*, 9(1), 108-118.
- Burzillo, S., Shaffer, M., & Sloan, R. G. (2022). Who Uses Corporate Sustainability Reports?. Available at SSRN 3976550.
- Calabrese, A., Costa, R., LevialdiGhiron, N. and Menichini, T. (2017),“To be, or not to be, that is the question. Is sustainability report reliable?”, *European Journal of Sustainable Development*, Vol. 6 No. 3, pp. 519-526.
- Carlos, W. C., & Lewis, B. W. (2018). Strategic silence: Withholding certification status as a hypocrisy avoidance tactic. *Administrative Science Quarterly*, 63(1), 130-169.
- Chatham, M. D., Larson, R. K., & Vietze, A. (2010). Issues affecting the development of an international accounting standard on financial instruments. *Advances in Accounting*, 26(1), 97-107.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Collison, D., Lorraine, N., & Power, D. (2003). An exploration of corporate attitudes to the significance of environmental information for stakeholders. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 10(4), 199-211.

- Crutzen, P. J. (2006). The Anthropocene: the current human-dominated geological era. *Pontifical Academy of Sciences, Acta*, 18, 199-293.
- Davis, K. (1973). The case for and against business assumption of social responsibilities. *Academy of Management journal*, 16(2), 312-322.
- De Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Da Luz Soares, G. R. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32.
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The drivers of greenwashing. *California management review*, 54(1), 64-87.
- Dallai, S. (2022). Il bilancio di sostenibilità. Il modello GRI (Global Reporting Initiative).
- Diesendorf, M. (2000). Sustainability and sustainable development. *Sustainability: The corporate challenge of the 21st century*, 2, 19-37.
- Eccles, R. G., & Spiesshofer, B. (2015). Integrated reporting for a re-imagined capitalism. *Harvard Business School General Management Unit Working Paper*, (16-032).
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857.
- Effron, D. A., & Conway, P. (2015). When virtue leads to villainy: Advances in research on moral self-licensing. *Current Opinion in Psychology*, 6, 32-35.
- Ehlers, T., & Packer, F. (2017). Green bond finance and certification. *BIS Quarterly Review* September.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of banking & finance*, 35(9), 2388-2406.

- Elbannan, M., & McKinley, W. (2006). A theory of the corporate decision to resist FASB standards: An organization theory perspective. *Accounting, Organizations and Society*, 31(7), 601-622.
- Elkins, H., & Entwistle, G. (2022) A Canadian Response to the Pursuit of Global Sustainability Reporting Standards. *Accounting Perspectives*.
- Eppler, M. J., & Mengis, J. (2008). The Concept of Information Overload-A Review of Literature from Organization Science, Accounting, Marketing, MIS, and Related Disciplines (2004) *The Information Society: An International Journal*, 20 (5), 2004, pp. 1–20. *Kommunikationsmanagement im Wandel: Beiträge aus 10 Jahren= mcminstitute*, 271-305.
- Fankhauser, S., Sahni, A., Savvas, A., & Ward, J. (2016). Where are the gaps in climate finance?. *Climate and Development*, 8(3), 203-206.
- Fellegara, A. M., D'Este, C., & Galli, D. (2016). “Livelli di disclosure e scelte di integrated reporting nelle grandi imprese italiane”. *L’informativa aziendale tra globalizzazione e identità territoriale*
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz-Blanco, S. (2014). Women on boards: do they affect sustainability reporting?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(6), 351-364.
- Fey, W. R., & Lam, A. C. L. (2001). “The Ecocosm Paradox. New York, NY.
- Förster, P. (2022). The Double Materiality Principle (Article 19a NFRD) as Proposed by the Corporate Sustainability Reporting Directive: An Effective Concept to Tackle Green Washing?.
- Frias-Aceituno, J. V., Rodriguez-Ariza, L., & Garcia-Sanchez, I. M. (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. *Corporate social responsibility and environmental management*, 20(4), 219-233.

- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- Fukuda-Parr, S. (2014). Global goals as a policy tool: intended and unintended consequences. *Journal of Human Development and Capabilities*, 15(2-3), 118-131.
- Georgiou, G. (2002). Corporate non-participation in the ASB standard-setting process. *European Accounting Review*, 11(4), 699-722.
- Georgiou, G. (2010). The IASB standard-setting process: Participation and perceptions of financial statement users. *The British Accounting Review*, 42(2), 103-118.
- Gianfrate, G., & Peri, M. (2019). The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of cleaner production*, 219, 127-135.
- Giner, B. (2022). Sustainability reporting: Some challenges from and for the European Union. *Accounting Auditing Control*, 28(4), 7-20.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of banking & finance*, 35(7), 1794-1810.
- Gupta, G. S. (2017). The paradox of sustainable development: A critical overview of the term and the institutionalization process. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*, 25(1), 1-7.
- Hachenberg, B., & Schiereck, D. (2018). Are green bonds priced differently from conventional bonds?. *Journal of Asset Management*, 19, 371-383.
- Haites, E. (2011). Climate change finance. *Climate Policy*, 11(3), 963-969.
- Herzig C.; Shaltegger S. (2009) “Corporate sustainability reporting: an overview”, *Sustainability Accounting and Reporting Springer*, 301-324.

- Hicks, E. L. (1964). Materiality. *Journal of Accounting Research*, 158-171.
- Holder, A. D., Karim, K. E., Lin, K. J., & Woods, M. (2013). A content analysis of the comment letters to the FASB and IASB: Accounting for contingencies. *Advances in Accounting*, 29(1), 134-153.
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of business ethics*, 149, 411-432.
- Jacob, M. (1994). Sustainable development and deep ecology: an analysis of competing traditions. *Environmental Management*, 18, 477-488.
- Jacobs, M. (1995). Sustainable development, capital substitution and economic humility: a response to Beckerman. *Environmental values*, 4(1), 57-68.
- Jørgensen, S., Mjøs, A., & Pedersen, L. J. T. (2022). Sustainability reporting and approaches to materiality: Tensions and potential resolutions. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(2), 341-361.
- Jorissen, A., Lybaert, N., Orens, R., & Van Der Tas, L. (2010). Formal participation in the IASB's due process of standard setting: A multi-issue/multi-period analysis. *European Accounting Review* (First published on: 13 October 2010 (iFirst)).
- Jorissen, A., Lybaert, N., Orens, R., & Van der Tas, L. (2013). A geographic analysis of constituents' formal participation in the process of international accounting standard setting: Do we have a level playing field?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(4), 237-270.
- Kanie, N., Griggs, D., Young, O., Waddell, S., Shrivastava, P., Haas, P. M., ... & Körösi, C. (2019). Rules to goals: emergence of new governance strategies for sustainable development: Governance for global sustainability is undergoing a major transformation from rule-based to goal-based. But with no compliance measures, success will require an unprecedented level of coherency of action founded on new and reformed institutions nationally and internationally. *Sustainability Science*, 14, 1745-1749.

- Kapraun, J., Latino, C., Scheins, C., & Schlag, C. (2021, April). (In)-credibly green: which bonds trade at a green bond premium?. In Proceedings of Paris December 2019 Finance Meeting EUROFIDAI-ESSEC.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.
- KPMG (2012), Expecting the unexpected: building business value in a changing world <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2012/03/sustainable-insights-march-2012.pdf> KPMG International (Accessed 22 October, 2021).
- Krippendorff, K. (1980). Validity in Content Analysis. *Computerstrategien Für Die Kommunikationsanalyse*, 69–112.
- Krippendorff, K. (2004). Reliability in content analysis: Some common misconceptions and recommendations. *Human communication research*, 30(3), 411-433.
- Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology*. Sage publications.
- Lantos, G. P. (2001). The boundaries of strategic corporate social responsibility. *Journal of Consumer Marketing*, 18(7), 595–632.
- Larrieta-Rubín de Celis, I., Velasco-Balmaseda, E., Fernández de Bobadilla, S., Alonso-Almeida, M. D. M., & Intxaurburu-Clemente, G. (2015). Does having women managers lead to increased gender equality practices in corporate social responsibility?. *Business Ethics: A European Review*, 24(1), 91-110.
- Larson, R. K. 2007. Constituent participation and the IASB's international financial reporting interpretations committee. *Accounting in Europe* 4 (2): 207–54.
- Latouche, S. (2003, June). Sustainable development as a paradox. In Symposium Baltic Sea.

- Le Blanc, D. (2015). Towards integration at last? The sustainable development goals as a network of targets. *Sustainable Development*, 23(3), 176-187.
- Lee, D., & Faff, R. W. (2006). The corporate sustainability discount puzzle. Available at SSRN 921501.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Lombardi, R. (2021). *Going-Concern-Principle in Non-Financial Disclosure*. Springer International Publishing.
- Lynch, N. C., & Lynch, M. F. (2022). Why Sustainability Reporting Matters to Investment Decisions. *Journal of Taxation of Investments*, 40(1).
- Morris, R. (1994). Computerized content analysis in management research: A demonstration of advantages & limitations. *Journal of management*, 20(4), 903-931.
- Nilsson, M., Griggs, D., & Visbeck, M. (2016). Policy: map the interactions between Sustainable Development Goals. *Nature*, 534(7607), 320-322.
- Olbrisch, S., Haites, E., Savage, M., Dadhich, P., & Shrivastava, M. K. (2011). Estimates of incremental investment for and cost of mitigation measures in developing countries. *Climate Policy*, 11(3), 970-986.
- Orens, R., A. Jorissen, N. Lybaert, and L. Van Der Tas. 2011. Corporate lobbying in private accounting standard setting: Does the IASB have to reckon with national differences? *Accounting in Europe* 8 (2): 211–34.
- Oreshkova, H. (2022). CORPORATE DISCLOSURE OF INFORMATION ON CLIMATE-RELATED MATTERS: RESEARCH INTO THE NEW PROPOSALS OF SEC, EFRAG, AND ISSB (PART I). *KNOWLEDGE-International Journal*, 54(1), 27-35.

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441.
- Ortar, L. From flexibility to specificity: Practical lessons from comparing materiality in sustainability reports of the world's largest financial institutions. *Int. J. Corp. Strategy Soc. Responsib.* 2016, 1, 44–64.
- Parguel, B., Benoît-Moreau, F., & Larceneux, F. (2011). How sustainability ratings might deter 'greenwashing': A closer look at ethical corporate communication. *Journal of business ethics*, 102, 15-28.
- Park, S. R., & Jang, J. Y. (2021). The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48.
- Pashakhanlou, A. H. (2017). Fully integrated content analysis in international relations. *International relations*, 31(4), 447-465.
- Pizzetti, M., Gatti, L., & Seele, P. (2021). Firms talk, suppliers walk: Analyzing the locus of greenwashing in the blame game and introducing 'vicarious greenwashing'. *Journal of Business Ethics*, 170, 21-38.
- Polbennikov, S., Desclée, A., Dynkin, L., & Maitra, A. (2016). ESG ratings and performance of corporate bonds. *The Journal of Fixed Income*, 26(1), 21-41.
- Raith, D. (2023). The contest for materiality. What counts as CSR?. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(1), 134-148.
- Reuter, M., & Messner, M. (2015). Lobbying on the integrated reporting framework: An analysis of comment letters to the 2011 discussion paper of the IIRC. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(3), 365-402.

- Revelli, C. (2017). Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin?. *Research in International Business and Finance*, 39, 711-717.
- Revelli, C., & Viviani, J. L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24(2), 158-185.
- Rey, A., Maglio, R., & Rapone, V. (2020). Lobbying during IASB and FASB convergence due processes: Evidence from the IFRS 16 project on leases. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 41, 100348.
- Salvia, A. L., Leal Filho, W., Brandli, L. L., & Griebeler, J. S. (2019). Assessing research trends related to Sustainable Development Goals: Local and global issues. *Journal of cleaner production*, 208, 841-849.
- Setó-Pamies, D. (2015). The relationship between women directors and corporate social responsibility. *Corporate social responsibility and environmental management*, 22(6), 334-345.
- Täger, M. (2021). Double materiality': what is it and why does it matter. 2021 Commentary on, 21.
- Tavoni, M., Kriegler, E., Riahi, K., Van Vuuren, D. P., Aboumahboub, T., Bowen, A., ... & Van Der Zwaan, B. (2015). Post-2020 climate agreements in the major economies assessed in the light of global models. *Nature Climate Change*, 5(2), 119-126.
- Tellería, J., & Garcia-Arias, J. (2021). The fantasmatic narrative of 'sustainable development'. A political analysis of the 2030 Global Development Agenda. *Environ. Plan. C Politics*.
- Torelli, R., Balluchi, F., & Furlotti, K. (2020). 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.

- Velte, P. (2022). Archival research on integrated reporting: a systematic review of main drivers and the impact of integrated reporting on firm value. *Journal of Management and Governance*, 26(3), 997-1061.
- Verheyden, T., Eccles, R. G., & Feiner, A. (2016). ESG for all? The impact of ESG screening on return, risk, and diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 47-55.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall
- Weber, R. P. (1990). *Basic content analysis* (Vol. 49). Sage.
- Zerbib, O. D. (2017). The green bond premium. Available at SSRN 2890316.
- Zerbib, O. D. (2019). The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds. *Journal of Banking & Finance*, 98, 39-60.
- Zhou, Y. (2017). Materiality as a sustainability accounting concept: Three definitional streams and critiques. *Corporate Ownership & Control*, 15(1), 83-89.